

лу. Переходные этапы, которые, кстати сказать, преобладают в эволюции экономики и общества, оказываются наиболее уязвимыми с точки зрения адекватности восприятия происходящих в них процессов и формирования правильной экономической политики.

Нынешняя системная реформа, охватившая не только *все стороны* социально-экономической жизни известных транзитивных государств, но и практически все государства мира, является тому ярким подтверждением. А от понимания природы денег, их роли и значения не только в экономике, но и в жизни человека, общества в целом зависит, по сути, и понимание всех происходящих социально-экономических процессов. Нельзя управление деньгами отдавать на откуп лишь банкирам, которые сегодня превзошли даже ростовщиков по своему стремлению к извлечению денежной ренты. М. Алле, например, для изменения этой ситуации и разрешения формируемого банками положения постоянной кризисности предлагает создать депозитные банки, кредитные и деловые банки. Речь идет о том, чтобы развести в аристотелевском смысле экономику как хозяйство и хрематистику. Думается, все же равновесие действительное и в умах наступит. Но через Большой Кризис... Очередной и потрясающий, но осмысленный в обыденном и теоретическом сознании. Ведь время не деньги, а жизнь. Деньги приходят и уходят, а жизнь только уходит. Т. Веблен о противоречии производственных и денежных сфер говорил, что денежная деловитость в целом несовместима с производственной эффективностью. Современная практика, к сожалению, подтверждает высказанное сто лет назад утверждение известного мудреца (Т. Веблен). Об этом свидетельствуют не только показатели эффективности воспроизводства, но и его структура, напряженность производственных отношений. Но все-таки для этого необходимо снова ввести в научный оборот эти категории, потому что нет ничего практичнее хорошей теории.

1.2. Анализ генезиса основных теорий денег

Деньги играют важнейшую роль в жизни общества, поскольку они опосредуют кругооборот общественного капитала, способствуют созданию стоимости и прибавочной стоимости, играют активную роль в процессе воспроизводства, воздействуя на цены, процент и другие важнейшие стоимостные индикаторы экономики. С помощью денег происходит перераспределение национального дохода и ВВП между различными секторами экономики, а также социальными группами и слоями населения. Эволюция денег способствует развитию соответствующих ей теорий. Так, зародившаяся в XVI в. *количественная теория денег* основывалась на том, что цены зависят от количества денег в обращении и изменяются пропорцио-

нально их количеству. Основные положения количественной теории денег могут быть представлены следующим образом:

- деньги, независимо от их формы, всегда лишены внутренней стоимости, т. е. стоимость денег не определяется количеством общественно необходимых затрат труда на их производство;
- стоимость любых форм денег и уровень товарных цен зависят от количества денег в обращении, т. е. **товарные цены определяются не внутренней стоимостью**, присущей товарам, а соотношением между общим количеством товара и общей массой золота и серебра, имеющегося во всем мире;
- основной функцией денег является функция средства обращения, а все остальные не играют существенной роли в денежном обращении и поэтому имеют вспомогательный характер;
- количество денег первично, т. е. стоимость денег обратно пропорциональна их количеству в каналах денежного обращения: понижается вследствие возрастания количества золота (цены на товары растут), и наоборот;
- деньги выступают в экономике только в роли посредника для обмена товаров и не оказывают существенного влияния на процесс общественного воспроизводства, поскольку увеличение количества денег в обращении приводит лишь к прямо пропорциональному увеличению абсолютного уровня цен и никак не влияет на относительные цены, т. е. на меновые пропорции при товарном обмене (меновые стоимости товаров).

С первой половины XX ст. господствуют две разновидности количественной теории: «транзакционный вариант» И. Фишера и монетаристов во главе с М. Фридменом, а также концепция (теория) «кассовых остатков» английской кембриджской школы во главе с А. Пигу, а после Второй мировой войны – Д. Патинкиным. Американский экономист, статистик и математик И. Фишер (1867–1947) отрицал трудовую теорию стоимости и исходил лишь из покупательной способности денег. Пытаясь математически обосновать количественную теорию денег, И. Фишер выделил шесть факторов, от которых зависит «покупательная сила денег». К ним он отнес, во-первых, количество наличных денег в обращении, во-вторых, скорость обращения денег, в-третьих, средневзвешенный уровень цен, в-четвертых, количество товаров, в-пятых, сумму банковских депозитов, в-шестых, скорость депозитно-чекового обращения. Полагая, что сумма денег, уплаченных за товары, равна количеству товаров, умноженному на уровень товарных цен, И. Фишер вывел так называемое «уравнение обмена», т. е.

$$M \cdot V = P \cdot Y, \quad (1.2)$$

где M – количество денег в обращении; V – скорость обращения денежной единицы; P – уровень цен (средневзвешенное значение цен товаров и услуг, выраженное относительно базового годового показателя, равного единице); Y – уровень реального объема производства и реализации продукции за год.

Это уравнение предназначено для обоснования количественной теории денег с математических позиций. Из функциональной зависимости уравнения, имеющего одинаковое значение для левой и правой частей, И. Фишер делает вывод о том, что цены товаров прямо пропорциональны количеству денег в обращении (скорость их обращения у И. Фишера принята за величину постоянную) и обратно пропорциональны количеству товаров (эта величина у И. Фишера почти постоянная). В данном случае получается, что объем товаров столкнулся на рынке с массой денег и при этом товары, не имевшие ранее цены, теперь ее приобретают в зависимости от объема денежной массы.

В уравнении обмена (1.2) И. Фишер рассматривал скорость обращения денег (V) и уровень реального объема производства (Y) как величины, достаточно постоянные в краткосрочном периоде. Он исходил из того, что скорость оборота денег зависит только от институциональной структуры платежной системы и технологии расчетов, характеризующихся крайне медленными изменениями. Объем же реального производства является неизменным вообще вследствие того, что рыночной экономике свойственна ориентация на полное использование всего производственного потенциала (данный тезис является весьма спорным, что подтверждает практика хозяйствования промышленно развитых стран). На основании этого И. Фишер делает вывод о том, что уровень цен зависит только от количества денег в обращении.

Однако скорость обращения денег может как влиять на уровень цен, так и быть инертной по отношению к нему. Это связано с тем, что она не является постоянной величиной в полном понимании этого термина и может существенно варьировать как в долгосрочных, так и краткосрочных периодах. Поэтому взаимосвязь между количеством денег в обращении и уровнем цен не должна пониматься как прямолинейная и очень жесткая. Из этого следует, что уровень цен может оказывать обратное воздействие на денежную массу.

Как течение количественной теории денег широкую известность получил так называемый кембриджский вариант (теория кассовых остатков), разработанный английскими экономистами А. Маршаллом (1842–1924) и А. Пигу (1877–1959). При этом уравнение, выражающее упрощенную модель кембриджского варианта, аналогично уравнению И. Фишера, т. е.

$$M = k \cdot P \cdot Y, \quad (1.3)$$

где M – количество денег в обращении; $k = 1/V$; P – уровень цен; Y – уровень реального объема конечного продукта производства.

Как видно из уравнения (1.3), сторонники кембриджского варианта уровень цен ставят в зависимость от количества денег в обращении, т. е. такой подход фактически ничем не отличается от транзакционного вари-

анта количественной теории И. Фишера. Это обусловлено тем, что величина (k) выступает константой, поскольку скорость обращения денег принимается постоянной. Экономическое содержание двух остальных элементов (P и Y) правой части уравнения (1.3) практически ничем не отличаются от уравнения (1.2).

Отличие транзакционного варианта от кембриджского состоит в понимании сути спроса на деньги. Согласно транзакционному варианту спрос на деньги зависит только от доходов экономических агентов, т. е. от количества сделок, осуществленных при заданном уровне ВВП (PY) и существующей скорости денежного оборота (V). При этом процентные ставки не влияют на спрос, поскольку домашние хозяйства оставляют у себя деньги только для оплаты сделок (транзакций). Вследствие того, что экономические агенты не могут определить, какое количество денег оставить у себя (транзакционный мотив хранения денег), то тем самым они являются инертными к уровню процентных ставок.

Кембриджский вариант количественной теории (теория кассовых остатков) не отрицает того факта, что домашние хозяйства могут хранить определенную часть своего дохода в денежной форме. Не отрицая транзакционный мотив сбережения денег, представители этого течения рассматривают деньги не только как средство обращения, но и как средство накопления. Поэтому они предполагают, что спрос на деньги зависит также от размера накопления. Именно коэффициент (k) показывает, какую часть совокупного номинального дохода небанковский сектор хранит в денежной форме.

В обоих рассмотренных вариантах количественной теории спрос на деньги принимается пропорциональным совокупному номинальному доходу. В этом нет разногласий. Различие состоит в том, что в отличие от транзакционного варианта, отрицающего возможность изменения спроса на деньги в краткосрочных периодах, влиянием колебаний процентной ставки кембриджский подход допускает воздействие ставки процента на спрос. Это обусловлено тем, что решение об использовании денег в качестве накопления (сохранения богатства) зависит от ожидаемой доходности других активов, которые также могут выполнять функцию средства сохранения богатства (функцию накопления).

Различие в формулах И. Фишера (1.2) и А. Пигу (1.3) состоит в том, что в первой применяется показатель скорости обращения денежной единицы (V), а во второй – коэффициент (k), являющийся обратным показателем (V). Однако при замене в формуле А. Пигу коэффициента (k) получается формула И. Фишера. Идентичность двух разновидностей количественной теории денег проявляется в том, что И. Фишер принимал постоянными V и Y при анализе длительных периодов времени, а А. Пигу принимал постоянными показатели k и Y . При этом оба оставляли одни и те же переменные (M и P) и определяли причину роста цен (P) из изменения коли-

чества денег в обращении (M). В данном случае кембриджский вариант количественной теории денег имеет те же недостатки, что и вариант И. Фишера, к которым можно отнести:

- при анализе длительных отрезков времени И. Фишер условно принял относительно переменные величины (V и Y) за постоянные, а в качестве зависимых переменных величин начали выступать количество денег и цены (M и P). В действительности же количество товаров (в силу циклического характера производства) и скорость обращения денежной единицы изменяются и тем самым существенно влияют на денежное обращение и ценообразование;

- из функциональной зависимости двух переменных (M и P) И. Фишер делает однозначный вывод о причине и следствии. Он исходит из того, что уровень цен является следствием и поэтому не может быть причиной изменения других факторов (показателей) уравнения обмена. Однако практика современного монополистического ценообразования показала значительное влияние последнего на динамику сферы материального производства;

- формула И. Фишера представляет собой констатацию тождества между продажей товаров (услуг) и их денежной оплатой, т. е. сумма затраченных денег на производство товаров (услуг) равна средней сумме денег в обращении, умноженной на скорость их оборота. В данном случае произведение ($M \cdot Y$) выражает денежную часть уравнения обмена, а товарная часть уравнения представлена ценами и количеством обмениваемых товаров. При этом цены товаров выводятся из соотношения товаров и денег в сфере обращения, не принимая во внимание процессы в материальном производстве, без чего нельзя понять связь ценообразования с издержками на производство и реализацию товаров.

В транзакционном варианте И. Фишера деньги выступают только в функциях как средство обращения и средство платежа. В теории кассовых остатков А. Пигу добавил еще функцию накопления и придал ей особое значение. Однако оба варианта количественной теории денег игнорируют функцию денег как меры стоимости и их роль как всеобщего стоимостного эквивалента. Количественная теория денег И. Фишера исходила из анализа предложения денег, а кембриджская школа во главу поставила спрос на деньги, который она рассматривает наравне со спросом на товары и услуги. Если для транзакционного варианта основным является нахождение денег в обращении, то для кембриджской школы главное состоит в том, что на деньги есть особый спрос и они остаются у экономических агентов в виде «кассовых остатков». В отличие от И. Фишера, анализировавшего глобальные величины всего общественного капитала и общий уровень цен, А. Пигу акцентировал внимание на индивидуальных капиталах и поведении их владельцев, а также на «относительных» ценах, а не на «абсолютном» их уровне. Его интересуют мотивы, заставляющие отдельных субъектов держать у себя определенный запас денег.

К «кассовым остаткам» А. Пигу относит наличные деньги и остатки на текущих счетах. В данном случае А. Пигу определяет количество денег как сумму кассовой наличности населения и предприятий. По мнению А. Пигу, нельзя установить общее количество денег, но каждый экономический агент в состоянии решать, какую часть своего дохода он хочет иметь в денежной форме. Если же, например, домашние хозяйства захотят держать меньшую, чем прежде, часть дохода в денежной форме, то они будут расходовать большие деньги, в результате чего товарные цены повысятся. Но когда все экономические агенты захотят перевести большую часть дохода в денежную форму, то в результате накопления денег расходы уменьшатся, а спрос на товары упадет и цены понизятся. Хотя подход А. Пигу к анализу денег отличается от подхода И. Фишера, фактически он не вышел за рамки количественной теории, так как устанавливает прямую связь между деньгами и ценами. Это подтверждает формула (1.2), которая совпадает с «уравнением обмена» И. Фишера.

С середины 50-х гг. XX в. прослеживается модернизация кембриджской версии количественной теории денег. В частности, один из наиболее крупных представителей этого направления Д. Патинкин исходит из прямо пропорциональной зависимости между массой денег и ценами. Однако он проводит четкое различие между «относительными» ценами (ценами на отдельные товары) и «абсолютными» ценами (общим уровнем цен). Тем самым он пытается устранить противоречие между микроэкономическим подходом кембриджской школы, рассматривавшей спрос и предложение индивидуумов, и макроэкономическим подходом И. Фишера, изучавшего «общий уровень цен» независимо от «относительных цен». Между тем А. Пигу, исходивший из поведения собственников индивидуальных капиталов и установления «относительных» цен, так и И. Фишер, бравший за основу только «общий уровень» цен, оставляли без внимания взаимосвязь этих двух экономических показателей.

Параллельный анализ двух уровней цен получил название «классической дихотомии». Д. Патинкин сделал попытку связать эти два уровня через эффект «кассовых остатков» или «резервов». Он считает, что нужно исследовать полезность не израсходованных денег, а сохраненных или накопленных. Тем самым спрос на деньги приобретает самостоятельное значение наряду с потреблением и инвестициями. Такой подход к теории денег становится одновременно вариантом теории доходов и теории «предельной полезности». Д. Патинкин отказывается от неоклассического понятия «нейтральность денег» (сущность денег представляется неким техническим средством, удобным для обмена и приводящим к ортодоксальной версии количественной теории денег), наделяя их полезностью, равнозначной полезности других общественных благ. Согласно подходу Д. Патинкина деньги получают стоимость благодаря своему свойству полезности в качестве

«кассовых остатков», которые могут быть использованы на различные цели. При этом он рассматривает «кассовые резервы» как наиболее ликвидную форму инвестиций в ценные бумаги, а затем уже в реальный капитал.

Д. Патinkin связывает использование доходов на три цели (потребление, инвестиции и «кассовые резервы») как с установлением «относительных» цен, так и с общим уровнем цен. Однако он лишь усложнил простую форму пропорциональной зависимости денежной массы и цен тем, что ввел спрос на деньги как на «кассовые остатки». Поэтому роль денежной массы стала определяться не только эмиссией, но и изменением «кассовых резервов».

Современные монетаристы (прежде всего это связано с М. Фридменом) внесли ряд новых моментов в количественную теорию денег своих предшественников. Во-первых, они отказались от утверждения о жесткой пропорциональности динамики денежной массы и цен, сохранив лишь одностороннюю причинно-следственную связь. Во-вторых, они считают целесообразным учитывать изменения скорости обращения денежной единицы, хотя не придают этому фактору большого значения. В-третьих, они отказались от выдвинутого И. Фишером условия постоянства товарной массы при длительных периодах. В-четвертых, данная теория денег корреспондирует с производством, поскольку динамика денежной массы приобретает важнейшее значение для объяснения колебаний в процессе воспроизводства. На основании этого делается вывод о том, что монетарная политика является наиболее эффективным инструментом регулирования экономического развития.

Несмотря на вышеназванные моменты, теория М. Фридмена в основном опирается на концепцию И. Фишера. Количественная теория денег в трактовке М. Фридмена является разновидностью общей теории предложения применительно к деньгам. Предложение денег, по М. Фридмену, определяется количеством денег, создаваемых государством или банковской системой. При этом изменение спроса на деньги протекает медленно, тогда как предложение денег меняется гораздо чаще и вне связи с денежным спросом. Поэтому спрос на деньги принимается за величину, близкую к постоянной, а определяющим становится избыток предложения денег.

При этом равновесие в экономике достигается автоматически путем изменения относительных цен или цен на отдельные товары, а главным предметом анализа должны быть особенности перехода от одного уровня равновесия к другому, т. е. к абсолютному или общему уровню цен. Причина изменения этого уровня выводится из величины денежной массы. М. Фридмен относит к денежной массе не только наличные деньги (банкноты и монеты), но и все депозиты коммерческих банков как до востребования, так и срочные. Динамику национального дохода и уровня цен он рассматривает как явления, производные от денежной массы, считая, что длительные колебания цен правильно отражают колебания денежного запаса на единицу продукции. Теоретический подход М. Фридмена выража-

ется формулой, которая лишь внешне отличается от формул И. Фишера и А. Пигу, а по существу призвана обосновать ту же самую одностороннюю причинную связь между денежной массой и ценами, т. е.

$$M = K \cdot P \cdot Y, \quad (1.4)$$

где M – количество денег; K – отношение денежного запаса к доходу; P – индекс цен; Y – национальный доход в неизменных ценах (или его физический объем).

Из формулы (1.4) делается вывод, что изменение денежной массы (M) может сопровождаться соответствующим изменением в любой из трех величин правой части уравнения, т. е. рост денежной массы может привести либо к повышению цен (P), либо к увеличению реального национального дохода (Y), либо к изменению коэффициента, отражающего отношение денежного запаса к доходу (K). Как все представители количественной теории, М. Фридмен идет от денежной массы к ценам. В данном случае даже не ставится вопрос об их возможной обратной связи, что игнорирует практику современного монополистического ценообразования. Между тем последняя свидетельствует о наличии во многих случаях обратной связи между ценами и количеством денег в обращении. При этом основными постулатами монетаристского варианта количественной теории денег являются:

- деньги и денежное обращение оказывают определяющее влияние на экономику, поскольку основная причина возникновения экономических кризисов и развития инфляционных процессов – нарушение денежного равновесия;
- скорость обращения денег – величина переменная, изменяющаяся под воздействием процентной ставки и ожидаемого темпа инфляции;
- денежная масса – экзогенная (внешнего происхождения и вызываемая внешними причинами) величина, которая контролируется государством и должна возрастать равномерными годовыми темпами независимо от состояния экономики, фазы делового цикла и других воспроизводственных факторов;
- существует определенное запаздывание в динамике денежной массы, номинального и реального ВВП, а также абсолютного уровня цен;
- анализ спроса на деньги можно провести посредством представления данного спроса на деньги как функцию от величины накоплений (богатства) населения и ожидаемой доходности финансовых активов в сравнении с ожидаемой доходностью денег;
- функция спроса на деньги – величина стабильная, и поэтому с помощью данной функции можно достаточно точно определить эту величину с учетом того, что спрос на деньги индифферентен (слабо реагирует) к изменению ставки процента, а скорость изменения денег можно предсказать достаточно точно.

К концу XIX в. в экономической теории стало накапливаться все больше фактов, подтверждающих, что денежное обращение, система кредита и механизм денежных расчетов оказывают самое непосредственное и глубокое влияние на механизм функционирования экономики. Определенной реакцией на это явилось формулирование в начале XX в. концепции, или **теории, «нейтральных денег»**. Данная теория, основываясь на прежних представлениях о роли денег в экономике, обладала тем не менее более четкой постановкой вопроса о возможном активном влиянии денег на протекание экономических процессов.

Появление теории «нейтральных денег» обычно увязывают с именем шведского ученого К. Викселля, хотя это не совсем точно, поскольку он писал о «нейтральности» нормы процента (понималось отсутствие влияния нормы процента на общий уровень цен). Тем не менее, данную теорию считают сформировавшейся под влиянием его идей, так как в его работах механизм денежного обращения и динамика нормы обращения тесно связаны. Оставаясь фактически в рамках количественной теории денег, К. Виксель выдвинул новую для своего времени мысль о том, что механизм денежного обращения влияет на цены через систему кредитования. При этом в теорию денег была введена такая важная переменная, как норма процента, и делался вывод о том, что избыточный спрос на деньги предъявляется преимущественно со стороны промышленников, согласных за счет получаемых кредитов уплатить более высокую цену за дефицитные ресурсы. Это приводит к ограничению реального потребления вследствие общего повышения цен, а также к возникновению в экономике так называемых сбережений за счет изъятия части дохода у потребителей и передачи его промышленности.

На основе условия «нейтральности» денег предпринимались многочисленные попытки их «выведения» из воспроизводственного процесса и построения моделей функционирования экономики на основе натурального товарообмена. Однако это в принципе невозможно, поскольку капиталистическая экономика даже периода К. Викселля использовала весь набор денежно-кредитных инструментов как необходимый элемент процесса воспроизводства, который принципиально отличается от бартерного обмена.

В последующем стагнация классической количественной теории денег в 30-х гг. XX в. породила значительный интерес экономистов к проблеме «денежного равновесия», теоретико-практические направления которой развивали неовикселлианские представители стокгольмской школы (Г. Мюрдаль, Б. Олин, Э. Линдал) и теоретики кембриджской школы (Д. Робертсон и Дж. М. Кейнс). Основное влияние экономисты этого направления уделили проблеме взаимодействия сбережений и инвестиций, а также роли процента в механизме уравнивания этих величин. В их теоретических схемах денежный сектор экономики оказывает влияние на объект капиталовложений (инвестиций) через норму процента. В данном случае деньги стано-

ваются важнейшим фактором общего процесса воспроизводства. Наибольший вклад в развитие этого подхода внес Дж. М. Кейнс.

Специфически рассматриваются деньги в **кейнсианской теории**. Дж. М. Кейнс считал, что деньги воздействуют на развитие экономики не через цены, а через норму ссудного процента: рост нормы ссудного процента удорожает кредит и ведет к сокращению инвестиций в производство. Снижение нормы ссудного процента (путем проведения кредитной экспансии), напротив, облегчает доступ к кредиту и стимулирует инвестиции, то есть уровень ссудного процента имеет определяющее воздействие при принятии инвестиционных решений.

Важным моментом кейнсианской концепции является теория «ликвидной ловушки». Ситуация «ликвидной ловушки» предполагает, что после падения процента ниже какой-то величины субъекты экономики будут ожидать ее роста, а значит, будут держать деньги в иной форме, нежели банковские активы. В этом случае кредитная экспансия не будет достигать цели. Еще одним фактором, определяющим объективный предел политики «дешевых денег», является то, что денежная экспансия экономически может быть обоснована только до момента полной занятости всех факторов производства. Это означает, что пределом кредитной экспансии является достижение полной занятости факторов производства.

В соответствии с представлениями Дж. М. Кейнса, деньги возникают в процессе прямого или косвенного финансирования инвестиций, а также расширения контроля над уже функционирующим капитальным имуществом. В данном случае прирост количества денег в обращении направляется на финансирование расширившегося спроса, либо на производимые в текущем периоде инвестиционные товары, либо на элементы ранее накопленного запаса капитальных благ. Основные элементы кейнсианской теории в сопоставлении с монетаристским подходом можно представить следующим образом:

- инвестициям и потреблению («реальным» факторам кейнсианской модели) монетаристы противопоставляют денежный фактор, играющий, по их мнению, решающую роль в динамике национального дохода и в формировании цикла (при этом важное значение они придают расхождению между денежным спросом и предложением денег);
- в отличие от кейнсианской теории (функция спроса на деньги неустойчива и подвержена влиянию спекулятивных мотивов) в монетарной теории первостепенное значение имеет стабильность этой функции (определяется устойчивой склонностью к сбережениям в целях достижения желаемого уровня богатства). Из этого делается фундаментальный для монетаристской теории вывод: стабильность функции спроса на деньги означает, что для нормального функционирования экономики необходимо устойчивое увеличение денежной массы;

- в кейнсианской теории неустойчивости денежного предложения большого значения не придавалось. Монетаристы же, наоборот, именно в расхождении между спросом на деньги и их предложением (неустойчивости денежного предложения) видят исходный пункт циклических колебаний экономики. Поэтому они считают, что спрос на деньги представляет собой устойчивую функцию ряда фундаментальных экономических переменных, а предложение денег, напротив, крайне неустойчиво и зависит от политики соответствующих монетарных институтов;

- монетаристы иначе, чем кейнсианцы, рассматривают механизм воздействия изменений в денежном обращении на динамику национального дохода. Кейнсианцы это воздействие рассматривают только через изменение нормы процента, которая, в свою очередь, может изменить уровень инвестиций и через них – объем национального дохода ($M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$). При этом два первых звена цепочки ($M \rightarrow r$, или воздействие денежной массы на норму процента, и $r \rightarrow I$, или влияние изменений нормы процента на инвестиции) считались ненадежным, а конечный объект Y (национальный доход) выступал одновременно в реальном и номинальном выражении. В теории монетаристов изменение денежной массы обязательно влияет на величину номинального дохода, трансформируясь частично в рост цен, а частично в рост реального дохода. В этой теории М. Фридмана отличается не только от кейнсианской, но и от прежней количественной теории денег, которая полагала, что все изменения денежной массы поглощаются изменениями цен, оставляя уровень реального производства постоянным. М. Фридман считает кейнсианскую теорию, предполагающую негибкость цен, и количественную теорию, исходящую из негибкости производства, одинаково нереалистичными и крайними подходами к решению проблемы. По его мнению, одна теория основана на том, что изменение номинального дохода будет полностью поглощено изменением цен, а другая базируется на предположении, что это будет целиком поглощено объемом производства;

- конечным звеном монетаристской теории цикла выступает сам процесс приспособления денежного спроса к изменившемуся уровню экономической активности и уровню цен под влиянием изменений массы денег в обращении. Это приспособление, по мнению М. Фридмана, обязательно переходит границы равновесного состояния. Денежный спрос в процессе приспособления непременно обгоняет прирост (падение) денежного предложения. Эти «чрезмерности» возникают вследствие субъективных причин. Так, владельцы разного рода активов, согласно монетаристской теории, оценивают данные активы не на основе реальной динамики цен, а на основе более низких (более высоких) цен, существовавших раньше. В итоге переоценивают либо недооценивают их реальную стоимость. Вследствии этого денежный спрос на товары и другие активы оказывается выше или ниже, чем он должен быть. Всякое изменение предложения денег по сравнению со спросом должно, по мнению М. Фридмана, вызывать в экономике ци-

клические реакции. В этом ученый видит основную причину циклического развития капиталистической экономики, соответственно, в монетарной концепции этот подход, по существу, доведен до крайних пределов. Такие представления о природе циклических колебаний являются основой выводов о том, что главным параметром стабилизационной политики должен стать объем предложения денег. Поэтому экономическая политика должна переориентироваться с «безответственных» кейнсианских рецептов антициклического регулирования, ведущих к резким колебаниям денежной массы, на строгое регулирование денег в обращении независимо от характера конъюнктуры. Экономическая политика должна перейти от недостижимого принципа «точной настройки» к реалистическому «правилу», согласно которому денежная масса должна увеличиваться на 3–4 % в год, т. е. в соответствии с долгосрочным темпом роста национального дохода;

- монетаристская модель национального дохода допускает циклические колебания, вызываемые нарушениями денежного обращения. Однако она полностью исключает возможность длительных нарушений равновесия, связанных с внутренними свойствами капиталистической системы хозяйства. Это фундаментальное положение монетаризма.

В одной из последующих теоретических работ, посвященной анализу динамического равновесия номинального дохода, М. Фридмен попытался доказать возможность устойчивого равновесия даже в условиях растущих цен. Эта модель была призвана отразить столь типичные для современного капитализма черты инфляционной экономики. Но в целом она настолько абстрактна, а круг поведенческих функций и параметров, используемых в ней, в такой мере сужен (динамика денежного дохода объясняется расхождением между ожидаемой и реальной нормами процента), что ее реальное значение для понимания механизмов хозяйственного роста и инфляции является в целом незначительным. Поэтому дискуссия, вызванная монетаризмом в макроэкономической теории, по существу, не смогла указать путь для более глубокого понимания процессов циклического развития.

Однако она усилила внимание к анализу роли денежных факторов, играющих существенную роль в развитии инфляционных процессов. В то же время эта теория увела значительную часть экономической науки в сторону от исследования глубинных закономерностей развития современного производства, без которого исследования как цикла, так и инфляции остаются достаточно поверхностными. Вследствии этого ни с помощью традиционных макроэкономических рычагов регулирования, на которые ориентируются кейнсианцы (элементы совокупного спроса), ни с помощью денежных рычагов, за которые ратуют сторонники монетарной концепции, невозможно устранить внутренние причины, вызывающие циклические колебания производства, стремительное повышение цен. Об этом свиде-

тельствуется весь опыт государственного регулирования хозяйственной деятельности в промышленно развитых странах после Второй мировой войны.

Вместе с тем дискуссия между сторонниками кейнсианской и монетаристской концепций наложила существенный отпечаток на общее направление эволюции этих денежных теорий. Различные представления кейнсианской и монетаристской теорий о характере причинно-следственных связей в экономических процессах оказали воздействие на постановку задач для денежно-кредитной политики. Смена акцентов прослеживалась как при выборе промежуточных ориентиров, так и при установлении приоритета конечных целей денежно-кредитного регулирования (табл. 1.1).

Таблица 1.1.

Основные условия для выбора стратегии монетарной политики в кейнсианской и монетаристской теориях

Кейнсианство	Монетаризм
1. Экономика нестабильна по своей природе	1. Экономика внутренне устойчива
2. Большинство проблем в экономике связано с недостаточным спросом на ресурсы	2. Большинство проблем в экономике связано с недостаточным предложением ресурсов
3. Главная цель экономической политики – «полная» занятость	3. Главная цель экономической политики состоит в долговременной стабильности цен, являющейся необходимым условием действия саморегулирующихся механизмов
4. Уровень занятости зависит от спроса, поэтому необходимо постоянно регулировать спрос	4. Воздействие на спрос разрушает саморегулирующиеся механизмы в экономике
5. Спрос состоит из потребления и инвестиций, а колебания последних являются причиной цикла	5. Причиной экономического цикла являются колебания в темпах роста денежной массы
6. Рост инвестиций зависит от процентных ставок, и поэтому их регулирование – необходимое условие стабильности в экономике	6. Если денежная масса растет плавно, то экономика развивается устойчиво
7. Влияние монетарной политики на экономику должно осуществляться по схеме: денежная масса – норма процента – инвестиции – национальный доход	7. Изменения в денежной массе влияют прежде всего на уровень цен, а их стабильность определяет стабильность экономики
8. Целью проведения монетарной политики должны быть динамика и уровень процентных ставок	8. Целью проведения монетарной политики должен быть темп роста денежной массы

Из приведенных условий видно, что кейнсианцы, утверждая о нестабильности экономики, предлагают постоянно регулировать спрос, который, в свою очередь, состоит из потребления и инвестиций. Они предлагают с помощью государственного вмешательства на денежном рынке регулировать (изменять) ставку процента в долговременной перспективе и утверждают, что денежно-кредитное регулирование является малоэффективным методом, в особенности в условиях глубокого спада, когда инвестиции слабо или совсем не реагируют на понижение ставки процента. Кейнсианцы считают главным инструментом регулирования бюджетную политику, прежде всего увеличение расходов самого государства. В противоположность кейнсианцам, монетаристы основываются на утверждении о внутренней устойчивости экономики. Главным инструментом проведения экономической политики они считают денежно-кредитное регулирование, направленное на регулирование темпов роста денежной массы.

В данном случае они исходят из того, что изменения в денежной массе влияют главным образом на уровень цен, а долговременная стабильность цен – главная цель экономической политики и необходимое условие действия саморегулирующих механизмов. В то же время многие сторонники монетаристской теории выступают за преодоление ее одностороннего характера и за разработку более общей «синтетической» модели. Предложение сторонников монетаристской концепции ограничиться одной лишь денежной политикой, предусматривающей стабильные темпы увеличений объема денежного обращения и предоставляющей лечение всех остальных пороков «живительным» силам самого государственного организма, не встречает одобрения со стороны сторонников государственного регулирования экономики, понимающих необходимость более действенных мер против тяжелых последствий кризисов и инфляции.

Поэтому эволюция теорий денег предопределяется экономическими, социальными и политическими условиями общественного развития. В то же время все денежные теории направлены на разработку практических рекомендаций в области денежно-кредитной (и в целом экономической) политики государства.

1.3. Денежная эмиссия как макроэкономический денежный поток

Предпринималось много попыток сформулировать понятие сущности эмиссии денег. В одних случаях денежную эмиссию рассматривают главным образом как выпуск в обращение обязательств эмиссионного (центрального) банка строго против его резервов. В данном случае сущность денежной эмиссии полностью не раскрывается, хотя в вышеназванном определении эмитируемые деньги правильно характеризуются в качестве обязательств

центрального банка. Иногда исходят из того, что дополнительный выпуск денег в обращение всегда взаимоувязан с их непропорциональным изъятием из денежного оборота. Поэтому под эмиссией денег понимается такой их выпуск, который приводит к общему увеличению денежной массы, находящейся в обращении. На практике же денежная масса возрастает в результате эмиссии так называемых базовых денег (обязательств центрального банка) и вследствие мультипликации коммерческими банками кредитов и депозитов¹. Исходя из этого под денежной эмиссией можно понимать прирост денежной базы, представленной суммой наличных денег в обращении и на счетах коммерческих банков в центральном банке.

В широком смысле слова денежная эмиссия связана с выпуском в обращение денег, ценных бумаг, платежно-расчетных документов, пластиковых карточек и т. д. Фактически, денежная эмиссия представляет собой выпуск в обращение денег во всех их формах, что ведет к росту денежной массы. Как правило, рассматривают (различают) наличную и безналичную эмиссию или, другими словами, эмиссию наличных и безналичных денег (кредитная эмиссия). Налично-денежная эмиссия тесно связана с кредитной эмиссией, но качественно отличается от нее. В значительной мере это обусловлено различием операций центрального и коммерческого банков.

Эмиссия наличных денег связана прежде всего с ростом товарооборота в текущих ценах, поскольку эти деньги обслуживают в основном операции на потребительском рынке. Поэтому объем выпуска в обращение наличных денежных знаков пропорционален, с одной стороны, росту номинального товарооборота, а с другой – потребностям населения в наличных деньгах. Величина наличных денег растет с увеличением масштаба цен, однако определенным противодействующим фактором в данном случае может быть возрастание скорости оборота национальной денежной единицы.

В то же время в условиях инфляции растут заработная плата и другие денежные доходы населения. При этом полученные населением деньги задерживаются у них, как правило, на гораздо более длительный срок, чем период, разделяющий получение выручки торговой организацией и сдачу ее в банк. Поэтому более существенной причиной увеличения налично-денежной массы является повышение требований населения к сохранению у него необходимого количества наличных денег, нежели рост потребительских цен, хотя первое представляет собой закономерное следствие второго.

Выпуск наличных денег в обращение осуществляется либо центральным банком, либо правительством в лице казначейства, министерства финансов или другого органа подобного рода, в зависимости от законодательства и традиций, сложившихся в том или ином государстве. Если выпуск наличности в обращение закреплен за центральным банком, говорят об эмиссии банкнот.

¹ Данный процесс будет рассмотрен в данном параграфе.

При выпуске наличных денег в обращение правительством речь идет об эмиссии казначейских билетов. При этом принципиальных отличий (за исключением разных эмитентов) нет. Дело в том, что как банкноты, так и казначейские билеты призваны обслуживать налично-денежный оборот. Механизм создания денег в современных условиях будет рассмотрен далее на примере выпуска наличных денег в обращение центральным банком.

Исследование налично-денежной эмиссии (особенно в условиях инфляции) показывает, что отсутствует возможность установить действенный контроль над этим процессом. Непосредственными причинами эмиссии могут быть повышение заработной платы и других денежных выплат как в государственном, так и негосударственном секторе экономики, увеличение выпуска наличных денег в обращение вследствие повышения цен, оперативное реагирование со стороны центрального банка на возрастающие требования различных категорий населения на рост денежных доходов. Такая эмиссия наличных денег приводит к тому, что их обесценивание, происходящее по спирали «зарплата – цены», становится постоянным и весьма ощутимым. Между тем в классическом виде налично-денежная эмиссия обычно используется для покрытия незначительной части бюджетного дефицита.

В современных условиях монополия центрального банка на банкнотную эмиссию не означает ее жесткого контроля или увязки с какими-либо макроэкономическими показателями (считается, например, что она растет параллельно росту ВВП). Это ведет к отсутствию планирования наличного обращения, поскольку деньги автоматически «продаются» банкам через отделения центрального банка по мере предъявления спроса на них и, что очень важно, не могут использоваться для покрытия дефицита государственного бюджета.

Эмиссия банкнот отличается от выпуска долговых обязательств государства тем, что банкноты (простые векселя до востребования) могут использоваться как законное платежное средство, и по ним не надо платить процент. Продажа банкнот банкам идет по номиналу, хотя в отдельных случаях центральные банки могут взимать комиссионные в связи с предоставлением дополнительных услуг. Поскольку для центрального банка банкноты выступают товаром, то он фактически получает прибыль в виде разницы между издержками изготовления и номиналом, составляющую ресурс (пассив) банка. Такой доход ввиду небольшого объема наличного обращения и растущих затрат на борьбу с подделками в связи с развитием множительной техники в большинстве стран незначителен.

Дополнительный выпуск денег не всегда дает только положительный результат, поскольку в этом случае эмитент (центральный банк) не только увеличивает денежную массу и получает сеньораж (доход от создания денежной базы, эмиссионный доход), но и может нарушать сложившийся баланс между товарной и денежной массой. В последнем случае начинают

развиваться инфляционные процессы. Поэтому денежная эмиссия связана как с проблемой «сеньоража» и его распределением в экономике с бумажно-денежным обращением, так и со сбалансированностью товарной и денежной в условиях, когда номинал денежной единицы не совпадает с затратами (в денежном выражении) на ее изготовление, но требуется сохранение ее покупательной способности, т. е. возможности купить на протяжении достаточно длительного периода времени один и тот же объем товара за одну и ту же цену.

В современных индустриально развитых государствах на банкнотах не пишут, что они обеспечиваются золотом, драгоценными металлами и другими активами центрального банка, но это отражено в публикуемых ими балансах. Обеспечением банковских билетов выступает актив центрального банка, основными статьями которого обычно являются золотовалютные резервы, портфель государственных и других ценных бумаг, кредиты банкам под залог ценных бумаг. Характерно, что в развитых странах вопрос обеспечения банкнотной эмиссии решается по-разному. Однако он всегда юридически оформлен, и зачастую законодательно определен характер обеспечения и, соответственно, косвенные пределы банкнотной эмиссии. В некоторых странах еще оговаривается предел фидуциарной эмиссии, хотя это не имеет большого практического значения.

Эмиссия безналичных денег (безналичная эмиссия) осуществляется исключительно банковской системой, т. е. центральным банком (в части создания денежной базы) и банками. Она носит кредитный характер, поскольку деньги, обслуживающие в современных условиях производство, распределение, обмен и потребление ВВП, имеют кредитную природу. Основной целью кредитной эмиссии является обеспечение нужд денежного оборота необходимым количеством платежных средств в виде остатков на счетах в банках. Кредитные деньги являются «полноценными» (не стимулируют инфляцию), если их количество растет (при прочих равных условиях) вместе с ростом хозяйственного оборота (продукции, реализации, доходов). Выпуск кредитных денег сверх потребностей хозяйственного оборота ведет к инфляции (эти деньги фактически становятся действительно бумажными). Особенно это связано с государственными краткосрочными обязательствами, с появлением безнадежных долгов, пролонгацией кредитов. В конечном счете, все это ведет к необоснованному росту денежной массы.

Считается, что центральный банк не располагает ни формальной, ни фактической монополией на безналичную эмиссию, и она не равнозначна средствам на счетах коммерческих банков в центральном банке. Коммерческие банки держат в центральном банке в основном обязательные резервы, которые от них требует последний в порядке денежно-кредитного регулирования, и в меньшей степени – средства для клиринговых расчетов. Сумма таких депозитов обычно не превышает 30–50 % баланса центрального банка, а чаще всего имеет еще более незначительный вес.

Исторически выделение центрального банка из среды коммерческих банков происходило эволюционным путем за счет постепенной монополизации права эмиссии. Именно монопольное право эмиссии позволяет центральному банку регулировать сферу денежного обращения, т. е. проводить монетарную политику. Это право в большинстве стран мира закреплено в конституции. Поэтому далее подробно рассмотрен механизм создания наличных и безналичных денег в современной экономике.

Центральные банки обеспечивают национальные (иногда и не только национальные, например, ФРС США) экономики платежными средствами, являясь абсолютными монополистами в создании денежной базы (резервных денег, денег «повышенной силы» и т. п.). Денежная база представляет собой пассив центрального банка и включает наличные деньги в обращении, в том числе на руках у населения и резервы банков в центральном банке, т. е.:

$$Дб = Дн + Рб, \quad (1.5)$$

где Дб – денежная база (предложение денежной базы), Дн – наличные деньги в обращении, в том числе у населения; Рб – резервы банков в центральном банке.

При этом резервы банков состоят из обязательных резервов и остатков на корреспондентских счетах банков в центральном банке. Строго говоря, помимо резервов и наличности в состав денежной базы могут включаться также остатки по некоторым другим счетам в центральном банке, например, депозиты банков и правительства в центральном банке. Однако эти элементы не являются обязательными для всех стран.

Денежная база считается «деньгами повышенной эффективности» за ее способность «порождать» впоследствии новые безналичные деньги. В свою очередь, эта масса включает часть денег повышенной эффективности, прежде всего наличные деньги. Помимо наличных денег она состоит из депозитов и счетов предприятий и населения в банках (текущих, срочных, до востребования и др.), которые в совокупности в экономической литературе принято называть депозитами:

$$Дм = Дн + Д + Цб, \quad (1.6)$$

где Дм – денежная масса (предложение денег в экономике), Д – депозиты; Цб – ценные бумаги.

В основе безналичной эмиссии лежит процесс создания центральным банком денежной базы и последующий процесс многократного расширения депозитов в банковской системе. На первом этапе центральный банк путем проведения операций рефинансирования, кредитования правительства¹ и продажи иностранной валюты на рынке создает денежную базу. С технической

¹ Если кредитование центральным банком правительства не запрещено законодательством.

точки зрения, денежная база создается путем увеличения (кредитования) счетов коммерческих банков и правительства в центральном банке. В результате этих операций коммерческие банки получают в распоряжение финансовые ресурсы, используемые для проведения активных операций, в ходе которых с помощью механизма денежного мультипликатора создается денежная масса. Количественно этот процесс описывается известным уравнением:

$$Дм = Дб \cdot Мд, \quad (1.7)$$

где $Мд$ – денежный мультипликатор.

Другими словами, предложение денег осуществляется путем первоначальной модификации денежной базы через изменение обязательств центрального банка перед банками и правительством (в общем случае), а затем – последующего увеличения предложения денег в системе коммерческих банков через процесс мультипликации¹. В данном случае банки являются посредниками между центральным банком и остальной экономикой, «покупая» у центрального банка денежную базу по цене, которая может быть представлена гипотетической процентной ставкой (либо ставкой, по которой осуществляется большая часть операций рефинансирования, либо средневзвешенной ставкой по инструментам регулирования ликвидности банков). Через процесс многодепозитного расширения (иначе говоря, через механизм денежного мультипликатора) банки на основе денежной базы создают денежную массу. Приведенный ниже типовой баланс центрального банка в аналитической форме показывает, какие именно активы изменяются при создании денежной базы (табл. 1.2).

Таблица 1.2.

Аналитический баланс центрального банка

Активы	Обязательства
Чистые иностранные активы	Денежная база
Чистые внутренние активы	• наличные деньги в обращении
• чистые требования к правительству	• резервы банков в том числе,
• требования к банкам	• обязательные резервы
• требования к другим секторам национальной экономики	• остатки на корсчетах банков
–	• депозиты правительства в центральном банке
Прочие чистые пункты	• остатки на других счетах

¹ Процесс мультипликации будет рассмотрен в данном параграфе.

Денежная база в основном создается центральным банком за счет:

- покупки у банков иностранной валюты (изменяются чистые иностранные активы и остатки на корсчетах банков);
- кредитования банков и правительства (изменяются чистые внутренние активы и остатки на корсчетах банков и, соответственно, депозиты правительства);
- выпуска в обращение наличных денег (изменяются наличные деньги в обращении и остатки на корсчетах банков).

Первой группой операций, в ходе проведения которых создается денежная база, являются операции с иностранной валютой. Центральный банк может покупать и продавать иностранную валюту на рынке через коммерческие банки. При покупке валюты центральный банк, с одной стороны, увеличивает свои чистые иностранные активы на сумму купленной валюты, с другой – увеличивает остатки на корреспондентских счетах банков, у которых он приобретает валюту, на сумму эквивалента купленной валюты в национальной денежной единице.

Необходимо отметить, что этот эквивалент не перечисляется на счет банка центральным банком, он создается или записывается на корреспондентский счет банка (просто «рисуетя»). Никакой другой институт в экономике, кроме центрального банка, подобным правом не обладает. В результате такой операции центральный банк увеличивает денежную базу на величину эквивалента приобретенной иностранной валюты, а банки получают в распоряжение сумму этого эквивалента, которую за вычетом обязательных резервов могут использовать для проведения активных операций (например, кредитования экономики). При продаже иностранной валюты в том же порядке происходит уменьшение чистых иностранных активов при одновременном списании эквивалента с корреспондентских счетов банков.

Вторая группа операций – это операции кредитного характера (кредитование правительства, банков и других секторов экономики), в ходе которых создается денежная база. Центральный банк выдает кредиты правительству и банкам, что, в конечном итоге, увеличивает корреспондентские счета банков, и одновременно возрастает внутренний кредит по балансу центрального банка.

Принципиальное отличие операций второй группы от операций первой состоит в их срочном характере. Это означает, что если в первом случае центральный банк создает денежную базу, совершая сделку с переходом права собственности, то во втором он предоставляет определенные финансовые ресурсы во временное пользование банкам, взимая за это плату в виде процента. Когда кредиты возвращаются, происходит уменьшение средств на счетах банков и одновременное уменьшение внутреннего кредита центрального банка. Кредитование правительства и банков возможно также в форме покупки центральным банком государственных ценных бу-

маг на первичном рынке. В этом случае механизм создания денежной базы аналогичен.

Третьей группой операций, в ходе которых центральный банк создает денежную базу, являются операции с наличностью. Считается, что банкнотная эмиссия (в просторечии «печатание денег») – основной канал эмиссии центрального банка. Однако на практике это не так. Как правило, удельный вес наличных денег в обращении в денежной базе сравнительно невелик.

Выпуск в обращение наличности центральным банком принципиально отличается от прочих операций по созданию денежной базы. Первоначально центральный банк размещает заказ на изготовление банкнот (купюр) и монет, удовлетворяющих определенным требованиям. После изготовления, они как правило, хранятся в специальных хранилищах, принадлежащих центральному банку, числясь при этом за балансом центрального банка, т. е. они учитываются на забалансовых счетах.

Выпуск наличности в обращение происходит в момент перемещения банкнот из хранилищ в кассы центрального банка и учета их на балансе последнего. Периодически центральный банк подкрепляет кассы коммерческих банков наличностью, которая необходима их клиентам. При этом банки покупают банкноты у центрального банка за соответствующий эквивалент в безналичной форме (иногда выплачивают комиссионные). Эта операция лишь изменяет структуру денежной базы, поскольку центральный банк выпускает в обращение банкноты и монеты, подкрепляя кассы банков при одновременном уменьшении безналичных средств на счетах коммерческих банков на сумму выпущенных в обращение наличных денег.

Таким образом, операции рефинансирования, операции с ценными бумагами и иностранной валютой, другие операции, в ходе которых создается денежная база, приводят, в конечном итоге, к изменению остатков на корреспондентских счетах банков, открытых в центральном банке. В результате банки получают в свое распоряжение ресурсы, объем которых равен приблизительно приросту денежной базы и которые могут использоваться для дальнейшего осуществления банками кредитования экономики (создания денежной массы). Характерно, что большая часть денег, используемых в экономике, создается именно в результате выдачи кредитов и ссуд коммерческими банками. В отличие от других финансовых институтов, банки обладают способностью увеличивать предложение денег. Этот процесс называется многодепозитным расширением и основан на механизме действия денежного (банковского, кредитного) мультипликатора (m), связывающего денежную базу и денежную массу, т. е.

$$M_d = D_m / D_b, \quad (1.8)$$

где M_d – мультипликация денег.

Мультипликация денег нарастает с ростом деловой активности в стране и снижается в период кризисов и депрессий. Фактически денежный мультипликатор отражает интенсивность расширения денежной массы в процессе кредитования экономики. В то же время денежная мультипликация во многом зависит от темпов изменения денежной базы.

При этом необходимо еще раз отметить, что денежная база в широком смысле слова представляет собой наличные деньги в обращении и в кассах банков, а также остатки на счетах коммерческих банков (счета обязательных резервов, корреспондентские и некоторые другие счета) и правительства в центральном банке. Денежная база путем мультипликации увеличивает денежную массу, т. е. отношения между денежной массой и денежной базой отражаются в денежном мультипликаторе. Формула последнего в развернутом виде может быть выражена следующим образом:

$$Мд = (Дн + Бс \cdot Цб = Дм) / (До + Окб = Дб), \quad (1.9)$$

где Бс – безналичные денежные средства; До – наличные деньги в обращении (с учетом средств в кассах коммерческих банков); Окб – остатки безналичных денежных средств коммерческих банков на счетах в центральном банке (корреспондентских счетах и счетах обязательных резервов).

Как видно, денежный мультипликатор предполагает учет обязательных резервов коммерческих банков в центральном банке. Такое положение обусловлено тем, что современная банковская система основана на частичном резервировании. Это означает, что часть своих депозитов (привлеченных ресурсов) банки в обязательном порядке резервируют в центральном банке, остальная часть вкладов используется для выдачи ссуд. Норма резервирования представляет собой процент обязательств, или часть суммы депозитов, которую коммерческие банки должны хранить в виде беспроцентных вкладов в центральном банке. Нормы резервирования, или нормы обязательных резервов, устанавливаются центральным банком в процентах от суммы депозитов.

Нормы резервирования могут различаться по величине в зависимости от вида вкладов и размеров банков. Например, по срочным вкладам нормы обычно ниже, чем по вкладам до востребования, а более крупным банкам устанавливается более высокая норма обязательных резервов, чем малым. Чем выше норма обязательных резервов, устанавливаемая центральным банком, тем меньше средств остается у коммерческих банков для осуществления процесса кредитования, поскольку обязательные резервы коммерческого банка, определяемые нормой резервирования, не могут быть использованы банком для выдачи кредитов.

Целью создания обязательных резервов является контроль над приростом кредита коммерческих банков со стороны центрального банка, т. е. контроль над экономической активностью, а также проведение межбанков-

ских расчетов. Норма обязательных банковских резервов (H_p) показывает границы максимально возможного расширения денежной массы. Величина $1/H_p$ является упрощенной формулой денежного мультипликатора и показывает, какой объем денежной массы коммерческие банки могут создать на каждую единицу прироста денежной базы. Например, если $H_p = 20\%$, тогда величина $1/H_p = 1/0,20 = 5$ (раз) показывает, что предложение денег (M) может возрасти в экономике максимально в 5 раз.

Рассмотренный процесс создания безналичных денег в современной экономике показывает, каким образом центральные банки через сферу денежного обращения воздействуют на экономическую активность страны. Осуществляя воздействие на сферу денежного обращения для достижения общеэкономических целей, центральный банк может регулировать прежде всего:

- физический прирост денежной базы;
- процент, за который денежная база «покупается» банками (представлена процентными ставками по инструментам, с помощью которых центральный банк проводит операции, формирующие денежную базу);
- норму обязательного резервирования.

Кроме того, в распоряжении центрального банка имеются другие инструменты. Во-первых, инструменты административного характера или, другими словами, ограничения, которые центральный банк устанавливает на прирост кредитов банков, уровень процентных ставок по кредитам и депозитам. Во-вторых, экономические нормативы (пруденциальные нормативы), которые центральный банк устанавливает исходя из необходимости обеспечения устойчивого функционирования банков и предотвращения банковских кризисов.

Поэтому в современных условиях центральный банк является источником ресурсов для банковской системы, которая формирует, в конечном итоге, денежное предложение. Денежная масса призвана обслуживать процесс производства, распределения, обмена и потребления материальных благ и услуг. Поскольку производство материальных благ и услуг, а соответственно, и денежная масса должны постоянно расти, то центральный банк должен постоянно предоставлять новую ликвидность банкам. Таким образом, в распоряжении центрального банка находится мощный рычаг влияния на экономическую активность в стране. Регулируя ликвидность банковской системы, центральный банк влияет на способность банков к проведению активных операций (кредитование экономики, покупка ценных бумаг, валюты и других активов).

Изложенное выше относилось к парадигме централизованной эмиссии, господствующей в настоящее время в современной экономической теории и практике. Вместе с тем существует альтернативная концепция или парадигма – теория частных денег. Несмотря на то, что сторонниками этой

теории являются многие ученые – экономисты и практики, наиболее существенный вклад в разработку теории частных денег внес выдающийся экономист и философ XX в., лауреат Нобелевской премии по экономике Фридрих фон Хайек (1899–1992).

Концепция частных денег является частью более широкой теории Хайека о либерализме и невмешательстве государства в работу экономики. Из этой теории следует, что вмешательство государства в свободу контрактных сделок приводит к экономическим рассогласованиям и потерям, так как сигналы, посылаемые заказчиком, искажаются другим, более мощным источником – государственным аппаратом. Так, поддержка государством одной из сторон сделки путем, например, установления минимальной заработной платы или особых прав потребителей не принесет пользы ни одной из сторон, ни обществу в целом. Особенно вредно оперативное государственное вмешательство. В этом случае рыночным агентам почти невозможно распознать правдивую рыночную информацию в сопровождающем ее непредсказуемом государственном «шуме», и поэтому рынок дезорганизуется.

Последнее утверждение имеет важное приложение к сфере денежного обращения. В прошлом эмиссионная деятельность регулировалась государством в целях увеличения доходов казны. В XX в. денежное обращение стали оперативно регулировать для «улучшения рынка и исправления его недостатков», т. е. стимулирования экономического роста, борьбы с безработицей и т. п. Однако эти действия могут иметь далеко идущие негативные последствия. Например, искусственно занижая процентные ставки денежного рынка для стимулирования экономического роста, денежные власти формируют в предпринимательской среде необоснованный оптимизм. В результате начинают осуществляться инвестиционные проекты, для завершения которых в будущем не хватит ресурсов. Как только несоответствие требующихся и наличных ресурсов становится очевидным, происходит массовое очищение рынка от ошибочных проектов, сопровождаемое свертыванием производства. Происходит экономический кризис, порожденный не рынком, а государственным регулированием.

«Игры» с кредитно-денежной политикой, которые вели в XX в. центральные банки почти всех стран, стали постоянным источником экономической дезинформации, вызывающим глобальную дестабилизацию хозяйства, проявляющуюся, в частности, в искусственных колебаниях деловой активности. Поэтому из общей хайековской концепции рынка следуют требования к денежной системе. Они состоят в том, чтобы обеспечить общество такими деньгами, которые передавали бы правильную ценовую информацию о сделках в экономике – и не только текущих, но и срочных.

Ф. Хайек предлагал кардинально новый способ достижения денежной стабильности – систему, основанную на конкуренции параллельных частных валют. Он исходит из того, что валюту следует считать обычным ком-

мерческим товаром и потому производить рыночным способом. При этом подобно тому, как конкуренция между обычными товарами способствует улучшению их потребительских свойств и отбраковке низкокачественной продукции, так и конкуренция между частными валютами произведет отбраковку плохо обеспеченных и плохо управляемых валют. В данном случае останутся те валюты, которые будут наилучшим образом выполнять следующие функции денег: служить средством платежа и сохранять свою стоимость во времени. Важное свойство таких конкурентных денег состоит в том, что при их использовании в экономике исчезают макросигналы нерыночного характера, источником которых сейчас являются органы государственного регулирования страны.

Логика частных денег является центральной в рассуждениях Ф. Хайека, однако она не единственная. Современная кредитно-денежная система характеризуется высокой нестабильностью, которую пытаются преодолеть, не всегда эффективно, в частности, путем административного регулирования. По мнению Ф. Хайека, эта нестабильность является неотъемлемым свойством денежных систем с государственными валютами. Ее глубинная причина состоит в резком ослаблении «иммунного» рыночного механизма конкурентной проверки и выбраковки принимаемых частными банками решений. Это ослабление предпринимается государством для того, чтобы рыночный механизм не отторг чужеродную административно-управляемую государственную валюту.

«Властный» эмитент государственной валюты заинтересован в уменьшении конкуренции, как и всякий «невластный» производитель, однако в отличие от последнего, он имеет еще и средства добиваться этого. Его подстегивает падающая на него нагрузка финансирования государственных расходов, ослабляющая его рыночные конкурентные возможности. Эта нагрузка весьма значительна, потому что источник заманчивых для государственного аппарата денежных ресурсов находится в его подчинении и является потому несравненно более удобным, чем, например, всегда вызывающая общественное напряжение налоговая система.

На денежном рынке монопольный эмитент защищает себя от конкуренции других валют, ограничивая хождение иностранных денег и запрещая эмиссию частных банкнот. Полученная свобода рук используется также для политического манипулирования «стимулирующей» инфляцией, например, в связи с выборами. В свою очередь, на кредитном рынке эмитент государства (центральный банк) одновременно:

- административно ограничивает кредитную эмиссию, устанавливая, в частности, обязательную норму резервирования;
- обеспечивает весь «плановый» объем кредитной эмиссии государственной валютой, с тем чтобы избежать конкурентного давления на нее кредитной эмиссии.

В результате блокируется рыночный механизм отбраковки низкокачественной кредитной эмиссии, и банковская система становится глобально неустойчивой. Банкротство крупного банка при современной низкой норме резервирования приводит к сжатию денежной массы, провоцирующему снятие денег с текущих счетов других банков и их банкротство. Предвидя эту ситуацию, клиенты совершают «набеги» на свои банки, стремясь изъять деньги раньше, чем те приостановят выплаты по своим обязательствам. В такой ситуации эмитент государственной валюты (центральный банк) выступает как «кредитор последней инстанции» и кредитует проблемные банки, чтобы предотвратить системный кризис и коллапс всей банковской системы.

Вслед за тем государство, что вполне логично, принимает меры для предотвращения повторения подобных разорительных ситуаций и усиливает регулирование банковской деятельности, что резко снижает ее эффективность. Кроме того, в экономике расцветает пустая и дорогостоящая, но сделанная государством сверхприбыльной деятельность по обходу навязанных им ограничений. В числе других регулирующих нормативов государственные органы вводят обязательное страхование банковской деятельности, которое национализует частные риски. Эти меры, уменьшая риск банкротства банков, одновременно делают их поведение более безответственным. От регулирующих нормативов – к скандалам и крахам, от скандалов и крахов – к новым регуливающим нормативам – это, считает Ф. Хайек, путь денежно-кредитной системы, базирующейся на государственной валюте.

В отсутствие государственной валюты и центрального банка сложатся совершенно иные институты эмиссионных, инвестиционных и кредитных услуг. Тот факт, что конкуренция является процессом открытий, заведомо не дает возможности предсказывать вид этих институтов (хотя на эту тему, конечно, можно теоретизировать). Однако можно достоверно сказать, что при денационализации денег риски всех финансовых учреждений становятся частными, на риски распространяется механизм рыночного отбора, устраняя основные факторы сегодняшней нестабильности денежно-кредитной системы. Так полагал Ф. Хайек.

Решение проблемы оптимальности денежной эмиссии требует наличия объективной информации о необходимом оптимальном количестве денег, под которым понимается высокая степень обеспечения деньгами пропорционального развития экономики. Определение оптимального количества денег для функционирования экономики интересует крупнейших ученых уже несколько столетий. Так, еще в 1667 г. У. Петти писал о том, что для торговли деньги необходимы в определенном количестве или пропорции, а если их будет больше или меньше, то это повредит торговле. А. Смит утверждал, что ценность ежегодно продающихся и покупающихся в стране товаров требует определенного количества монет для своего обращения и распределения между потребителями, и ее нельзя требовать больше.

Поэтому в денежном обращении постоянно должно быть определенное количество денег (масса денег) опосредующее обмен товаров и услуг, когда они переходят из рук продавца к покупателю или совершается платеж за товар и деньги переходят от покупателя к продавцу.

В современных условиях проблема количества денег, необходимых для развития экономики, является одной из наиболее дискуссионных. Так, ряд авторов обосновывает правомерность политики дефицитности денег в экономике. Другие считают целесообразным наличие некоторого избытка денег и, соответственно, небольшой инфляции. В частности, согласно мнению М. Фридмана, окончательное правило, определяющее оптимальное количество денег, состоит в том, что этого можно достичь путем дефляции цен, которая приводит к нулевой номинальной ставке процента. Однако эта точка зрения вызывает ряд сомнений.

Во-первых, дефляция цен обычно происходит в результате кризиса перепроизводства. В условиях его подъема дефляция цен является случайным явлением. Если предположить, что в нормальных бескризисных условиях идет постоянная дефляция цен, то это потребует пересмотра договоров по реализации продукции в сторону снижения цен, сокращения номинальной заработной платы и других ценовых характеристик экономической деятельности субъектов хозяйствования. В ряде сфер экономики возникнут убытки. Фактически произойдет нарушение производственных отношений, которое поставит вопрос об оптимальности количества денег в обращении.

Во-вторых, сведение номинальной процентной ставки к нулю вследствие дефляции цен приводит к тому, что доход кредиторов определяется преимущественно повышением ценности денег. В данном случае кредит для них в значительной мере теряет свою привлекательность. При таких условиях у вкладчиков пропадает заинтересованность в размещении своих свободных денег во вклады, а у банков ослабевает стимул к предоставлению кредитов. В-третьих, количество денег в экономике зависит от того, насколько оно (количество) дает простор развитию функций денег. В данном случае количество денег, сопряженное с дефляцией цен и нулевой номинальной процентной ставкой, может сузить сферу функционирования денег как средства платежа.

Идея умеренной инфляции (10–15 % в год), связанной с избыточной денежной массой, также сопряжена с негативными последствиями для экономики. Например, в результате инфляции может постепенно накапливаться отрыв платежеспособного спроса от роста производства, и поэтому на каком-то этапе возникает кризис перепроизводства. Вслед за кризисом происходит сокращение производства и падение цен. При инфляции нарушается нормальное функционирование денег. Обстоятельства могут сложиться так, что темп инфляции будет падать и процентные ставки снизятся, однако количе-

ство денег не приблизится к ожидаемому оптимальному уровню, поскольку между инфляцией и процентными ставками будут скрытые диспропорции.

Поэтому умеренная инфляция, а также нулевая процентная ставка, не могут служить надежными критериями оптимальности количества денег. Оптимальное количество денег определяется их экономической природой. По своему назначению деньги призваны осуществлять эквивалентный обмен, поскольку они выступают в роли всеобщего эквивалента. Именно этим обеспечиваются пропорциональный характер и оптимальность их количества. Если участвуют в неэквивалентном обмене, то они в определенной части превращаются в диспропорциональные деньги. Поэтому любое сколько-нибудь значительное нарушение пропорциональности экономики отдаляет количество денег от оптимального уровня. В данном случае общее количество денег подразделяется на пропорциональную и диспропорциональную части, а удельный вес пропорциональных денег в общей денежной массе свидетельствует о степени оптимальности их количества.

Поскольку эмиссия денег служит прямым фактором увеличения денежной массы, можно сделать вывод о том, что оптимальность денежной эмиссии предопределяется экономической обоснованностью ее пределов. Последние фактически определяют допустимые пределы денежной массы. Однако следует учитывать, что между денежной эмиссией и ростом денежной массы нет прямой связи. Например, часть выпущенных в обращение денег может быть переведена за рубеж, а другая ее часть может быть изъята из обращения путем повышения нормативов обязательного резервирования или привлечения средств банков на депозиты в центральном банке. Процесс изъятия центральными банками через различные механизмы выпущенной в обращение денежной базы (массы) называют стерилизацией.

Пределы денежной эмиссии могут быть субъективными, что выражается в призывах наращивать денежное предложение, и объективными, т. е. естественными пределами, основанными на законах развития экономики. Поэтому эффективное использование механизма денежной эмиссии для укрепления и развития экономики обуславливает необходимость решения проблемы количественной и качественной оптимальной массы денег в обращении. В то же время, всегда имеется определенное количество денег, которое в данный момент не участвует в денежном обороте, но является законным платежным и покупательным средством (деньги на расчетных и других счетах субъектов хозяйствования, а также деньги на счетах населения в банках). Поэтому масса фактически обращающихся денег всегда меньше количества находящихся в обращении денег на величину денег, находящихся на этих счетах. Но эти деньги постоянно вовлекаются в активный денежный оборот и тем самым влияют на общее количество обращающихся денег.

Поэтому важнейшим объектом регулирования со стороны центрального банка является количество денег, или денежная масса в обращении. Ее

объем зависит в первую очередь от эмиссионной политики органов государственной власти, принимающих непосредственное решение о выпуске в обращение определенного количества казначейских и банковских билетов. Так, в бывшем СССР, где денежный рынок находился в зачаточном состоянии, денежная масса складывалась главным образом из наличных денег, остатков денежных средств на счетах предприятий и организаций и вкладов населения.

В современных условиях денежная масса представляет собой более широкое понятие. Помимо наличных денег центральные банки включают в понятие денежной массы депозиты до востребования и срочные депозиты, ценные бумаги и другие инструменты денежного и фондового рынков как в национальной, так и в иностранной валюте. При этом в различных странах структура денежной массы классифицируется и формируется по-разному.

Однако некоторые экономисты считают, что ограничиться только исчислением общей массы необходимых денежных средств нельзя. Необходимо совершенствовать механизм прогнозирования различных планов и балансов, связанных с денежным оборотом страны (баланс денежных доходов и расходов населения, кассовый план или движение наличных денег, план кредитных ресурсов, кредитный план и т. д.). Вместе с тем, в переходный период к рыночным отношениям прежние методы регулирования – через кассовый план – применяться не могут, так как размыта грань между наличным и безналичным оборотом, фонды оплаты труда формируются непосредственно предприятиями, все больше реализуется требование либерализации цен, отсутствуют реальные планы розничного товарооборота. Все это ведет к утрате базы для обособленного планирования налично-денежного оборота.

С 1991 г. регулирование объема и структуры денежной массы в обращении в большинстве стран СНГ осуществляется на основании ежеквартальных прогнозных расчетов изменения денежной массы в обращении, включающей наличные деньги в обращении, денежные средства на счетах и во вкладах юридических лиц и граждан, другие безусловные обязательства банков. Разработка расчетов производится центральным банком страны с учетом складывающейся экономической конъюнктуры в увязке с показателями социального и экономического развития государства.

При этом составляются прогнозные расчеты денежных доходов и расходов населения, определяются изменения остатка средств у населения в наличных деньгах и в организованных формах сбережений (вклады, сертификаты, займы, казначейские обязательства). На основании этого исчисляется квота прироста средств у населения (наличные деньги плюс организованные сбережения в процентах к прогнозируемым доходам населения).

Результаты указанных расчетов тщательно анализируются центральным банком с позиции обоснованности максимальных границ изменения денеж-

ной массы в обращении в увязке с темпами экономического роста, уровня цен и других показателей. По результатам анализа рассматривается вопрос о размере кредитов, предоставляемых коммерческим банкам, сроках этих кредитов, размере покупки и продажи государственных ценных бумаг.

Центральный банк ежемесячно контролирует соблюдение квоты прироста наличных денег у населения – на основании оценки по кассовым оборотам банков, денежных доходов и расходов населения и определения размера фактического прироста средств у населения по отношению к фактическим денежным доходам населения. В случае превышения квоты прироста средств у населения центральный банк должен соответственно сокращать объемы кредитования и использовать экономические методы воздействия (изменение норм обязательных резервов, размещаемых коммерческими банками в центральном банке, изменение процентных ставок по кредитам, предоставляемым коммерческим банком другими экономическими агентами). Таковы основы регулирования денежной массы в обращении с 1991 г. во многих странах СНГ.

При изменившейся структуре финансово-кредитной системы необходимыми факторами стабилизации денежного оборота являются единый государственный контроль за объемом средств, находящихся в обороте, и механизм осуществления этого контроля. Соответственно, в современных условиях жесткое деление совокупного денежного оборота на наличный и безналичный представляется искусственным, а однозначное разграничение принципов и сфер обращения наличных и безналичных средств – необоснованным.

Так, увеличение денежной массы может происходить через кредитную экспансию на основе депозитной эмиссии, обусловленную тем, что клиент банка в пределах своего вклада (депозита) может производить свои расчетные операции с помощью чеков или кредитных карточек. Вследствие этого в составе денежной массы происходят изменения, характерной чертой которых является «условность» границ, отделявших при командной экономике денежные средства в несвободной форме от денежных средств в ликвидной форме. В данном случае различные компоненты денежной массы сближаются между собой.

Между денежной базой (наличные деньги в обращении и депозиты банков в центральном банке) и денежной массой (наличность плюс депозиты предприятий и населения в банках), как было показано выше, существует прямая связь. В развитой рыночной экономике регулируется совокупная денежная масса, а не делается упор на ее отдельные составляющие. Исходя из этого в мировой практике контроль осуществляется не за количеством наличных денег, а за объемом денежной массы, который включает в себя также бессрочные банковские депозиты, дорожные чеки и другие чековые депозиты, долгосрочные вклады и др. В данном случае проблемы

перелива денег из безналичной формы в наличную нет, так как через изменение цен, процентных ставок, валютного курса балансируются денежная масса и масса товаров и услуг.

В странах с переходной экономикой центральные банки, контролируя динамику денежной массы, в целом уделяют все еще пристальное внимание наличному денежному обращению, стремясь снизить удельный вес наличности в совокупном денежном обороте. Это связано с тем, что именно прирост наличных денег в обращении имеет наибольший инфляционный эффект за счет высокой скорости обращения наличных денег. Тем не менее с развитием рыночных отношений, появлением многообразных форм собственности, значительного расширения системы безналичных расчетов населения все больше стираются грани между налично-денежным обращением и безналичным оборотом, что требует перехода к системе управления совокупным денежным оборотом.

В экономике любого государства денежная эмиссия играет разностороннюю, а порой противоречивую роль. Она влияет на укрепление и ослабление экономики, повышение доходов государственных бюджетов и покрытие их дефицитов, изменение покупательной способности и валютных курсов национальных валют. Решение проблем денежной эмиссии имеет важное теоретическое и практическое значение. Их разработка призвана способствовать повышению эффективности использования функциональных и информационных методов регулирования денежной эмиссии в экономике.

Обслуживая хозяйственный оборот, деньги постоянно выпускаются в оборот и изымаются из оборота. Так, безналичные деньги выпускаются в денежный оборот, когда коммерческие банки предоставляют ссуду своим клиентам. Наличные деньги выпускаются в оборот, когда банки в процессе осуществления кассовых операций выдают их клиентам из своих операционных касс. Одновременно с этим клиенты банков погашают банковские ссуды и сдают наличные деньги в операционные кассы банков. При этом количество денег в обороте может не увеличиваться. Подобный выпуск денег следует отличать от *эмиссии денег*. Под эмиссией понимается такой выпуск денег в оборот, который приводит к увеличению денежной массы, находящейся в обороте. Существует эмиссия наличных и безналичных денег. В условиях рыночной экономики эмиссию наличных денег осуществляют центральные банки. Эмиссия безналичных денег (кредитная эмиссия) производится коммерческими банками и регулируется центральным банком страны. При этом первичной является безналичная эмиссия, вследствие того, что эмитируемые наличные деньги сначала отражаются в виде записей на депозитных счетах коммерческих банков, т. е. выступают в безналичной форме. Денежная эмиссия может быть как кредитной (банковской), так и бюджетной (казначейской).

Бюджетная эмиссия связана с выпуском в обращение (обычно казначейством) казначейских билетов для финансирования дефицита государственного бюджета. Казначейские билеты обычно ничем не обеспечены и поэтому называются бумажными деньгами. Разность между номинальной стоимостью выпущенных бумажных денег и затратами на их производство составляет доход государства, используемый для покрытия бюджетных расходов. Бюджетная эмиссия обусловлена не потребностями реального хозяйственного оборота, а величиной бюджетного дефицита. Поэтому появляющиеся в обороте дополнительные денежные знаки приводят к обесцениванию всей денежной массы.

Кредитная эмиссия связана с поступлением в оборот кредитных денег, возникающих на основе кредитных отношений. Целью такой эмиссии является обеспечение нужд хозяйственного оборота необходимым количеством платежных средств в виде остатков на счетах в банках. Кредитные деньги не стимулируют инфляцию, если их количество растет (при прочих равных условиях) вместе с ростом хозяйственного оборота. Однако рост сверх потребностей также приводит к излишнему росту денежной массы, а соответственно и появлению инфляции.

В условиях формирования рыночных структур государство не может жестко контролировать объем кредитования и денежной массы, а влияет на них косвенными методами. Эта функция осуществляется центральным банком, сотрудники которого проводят анализ и прогнозирование состояния денежного обращения, выясняют тенденции его развития, прогнозируют потребность хозяйственного оборота в денежных средствах на макро- и микроуровнях, устанавливают контрольные цифры минимальной и максимальной границ прироста денежной массы. На основании этих исследований центральный банк устанавливает ориентировочный прирост денежной массы в обращении. И если чрезмерная эмиссия, как уже отмечалось выше, приводит к возникновению в обороте избыточной массы денег (что может вызвать всплеск инфляции), то недостаточная эмиссия влечет за собой сбои в продаже товаров и некоторые другие негативные последствия. Отсюда следует, что очень большое значение имеет снабжение оборота платежными средствами в размере, соответствующем действительной потребности в них. Возникает необходимость точного определения количества денежных средств в обороте.

Изменение количества денег в обращении находится в компетенции не только центрального банка, но и системы коммерческих банков. Однако определяет тенденции в динамике денежной массы центральный банк. Методы денежно-кредитного регулирования позволяют ему контролировать денежный рынок и создавать на нем ту ситуацию, которая требуется в данный момент времени. Прежде всего это связано с ограничением инфляции. Так, в случае инфляции центральный банк применяет жесткую денежно-

кредитную политику, направленную на снижение количества денег в обращении. В то же время при чрезмерном ужесточении монетарной политики может появиться целый комплекс отрицательных результатов. Особенно склонна к появлению различных проблем в денежной сфере переходная экономика. Поэтому проводить монетарную политику в таких условиях надо с особой осторожностью.

Негативные последствия кредитной эмиссии как для экономической системы, так и для населения проявляются в том случае, когда она используется в качестве источника покрытия бюджетного дефицита. Из всех источников финансирования дефицита государственного бюджета эмиссия является самым простым и дешевым (с точки зрения издержек государства), но в то же время и самым нецивилизованным. Государство, покрывающее дефицит бюджета за счет эмиссии, неизбежно сталкивается с инфляцией и ухудшением жизненного уровня населения.

Избыточная кредитная эмиссия на первый взгляд не видна, поскольку отражается лишь в соответствующих бухгалтерских записях и проводках, банковских операциях. Но тот разрушительный потенциал, который она содержит, огромен. Чрезмерная кредитная эмиссия по своей сути является своеобразным аналогом бюджетных ассигнований. В целом необходимо понимать, что эмиссия и инфляция – тесно взаимосвязанные экономические явления. Однако если причин возникновения инфляции бывает много, то результат избыточной денежной эмиссии всегда одинаков – инфляция.

Особенностью денежной эмиссии в условиях двухуровневой банковской системы является ее способность к мультипликации. Деньги, эмитированные центральным банком, притекают на корреспондентские счета коммерческих банков в центральном банке и проявляют свое мультипликативное свойство. При этом мультипликация части денег, эмитированных центральным банком, состоит из трех взаимосвязанных процессов: перераспределение кредитных ресурсов между коммерческими банками, использование этих ресурсов для кредитных операций и образование новых депозитов. Мультипликация нарастает вместе с ростом деловой активности и снижается в периоды кризисов и депрессий.

Все перечисленные свойства эмиссии (насыщение экономики деньгами, возвратность избыточной денежной массы, гибкость и мультипликативность денежной эмиссии) при эффективном их использовании ориентированы на развитие экономики.

Раздел 2.

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ И ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

2.1. Теоретические подходы к формированию трансмиссионного механизма монетарной политики

Известно, что среди экономистов нет единства мнений относительно того, как монетарная политика воздействует на экономику. Этот вопрос остается одним из самых сложных, стоящих перед исследователями денежной экономики во всем мире. В экономической литературе высказываются различные точки зрения по поводу механизма и каналов влияния монетарной политики на экономику даже устойчивых и стабильных индустриально развитых государств. Тем более нет ясности относительно работы трансмиссионного механизма монетарной политики в развивающихся странах и странах с переходной экономикой.

Между тем понимание сущности и эмпирическая оценка трансмиссионного механизма исключительно важны для центрального банка при проведении монетарной политики. Существует точка зрения, что экономика – это своеобразная сеть, связывающая предприятия, организации, домашние хозяйства, государственные институты всех типов. Все взаимосвязи между всеми экономическими агентами образуют своеобразную карту, дающую представление о взаимодействии экономических субъектов.

Центральный банк на этой карте имеет прямую связь с банками, однако не связан непосредственно с предприятиями, организациями и населением. В этой связи при осуществлении монетарного регулирования экономики для центрального банка исключительно важно иметь представление о каналах и временных лагах воздействия монетарной политики на совокупный выпуск и потребление, инвестиции и сбережения в экономике, уровень занятости, инфляцию и другие важнейшие макроэкономические переменные.

Экономика любого государства подвержена структурным сдвигам и изменениям, которые, в свою очередь, изменяют каналы, по которым монетарные импульсы влияют на работу финансового, а затем реального сектора национальной экономики. В последние десятилетия в связи с уско-

ренным развитием информационных технологий, глобализацией финансовых рынков, процессов международного разделения труда эти структурные сдвиги особенно интенсивно влияют на традиционные взаимосвязи между важнейшими макроэкономическими переменными в национальных экономиках. Поэтому трансмиссионный механизм монетарной политики по-прежнему является объектом академических дискуссий и исследований, а также предметом пристального внимания исследовательских подразделений центральных банков во всем мире.

Вопрос оценки и количественного описания трансмиссионного механизма монетарной политики актуален и для Национального банка Республики Беларусь (далее – Национальный банк). Выделение основных каналов монетарной трансмиссии в отечественных условиях, количественная оценка временных лагов монетарной политики позволили бы Национальному банку с большей точностью осуществлять прогнозирование динамики важнейших денежно-кредитных показателей, устанавливать более реалистичные целевые ориентиры монетарной политики, более эффективно реагировать на внутренние и внешние шоки.

К сожалению, отечественными исследователями этот вопрос совершенно не разработан. Более того, проблеме оценки трансмиссионного механизма уделяется недостаточно внимания в русскоязычной научной литературе вообще. Можно отметить лишь несколько работ российских авторов по данной тематике (С. Моисеева, И. Денисовой, И. Пашковской, И. Крючковой). При этом существует огромное количество зарубежных исследований по различным аспектам трансмиссионного механизма монетарной политики. Такой дисбаланс можно объяснить несколькими причинами.

Во-первых, необходимость проведения масштабных экономических и социальных реформ, не до конца сформированные институты рыночной экономики, государственное регулирование вносят постоянные изменения в характер взаимосвязей между важнейшими макроэкономическими переменными в странах с переходными экономиками, к числу которых относятся Республика Беларусь, Российская Федерация и другие страны бывшего СССР. В этой связи постоянно изменяются временные лаги и каналы воздействия монетарной политики на экономику в этих странах, что существенно усложняет проблему адекватной оценки трансмиссионного механизма.

Во-вторых, количественная оценка трансмиссионного механизма эконометрическими методами, построение соответствующих экономикоматематических моделей требуют наличия достаточно длинных рядов однородных и достоверных статистических данных.

В-третьих, страны с переходной экономикой обладают сравнительно высоким удельным весом теневого сектора в национальной экономике по объемам производства товаров и услуг, товарообороту, занятости, денежным доходам и другим показателям. Анализ процессов, происходящих в теневом

секторе, как правило, опирается на экспертные оценки по причине отсутствия официальных статистических данных и соответственно, является недостаточно достоверным. Между тем денежные операции в теневом секторе оказывают существенное влияние на развитие национальной экономики и должны учитываться при оценке трансмиссионного механизма монетарной политики.

Таким образом, оценка трансмиссионного механизма монетарной политики в условиях переходной экономики – задача исключительно сложная. Однако решение этой задачи, в частности применительно к условиям Республики Беларусь, позволило бы существенно повысить эффективность монетарной политики. Поэтому необходимо уже в ближайшее время активизировать научно-прикладные исследования по данному вопросу как с использованием научного потенциала Национального банка, так и с привлечением научно-исследовательских организаций, а также использованием возможности технического сотрудничества с международными организациями.

Понятие трансмиссионного механизма впервые появилось в кейнсианском анализе. Трансмиссионным (передаточным) механизмом Дж. Кейнс назвал систему переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность. Дж. Кейнс обнаружил, что классическая количественная теория денег и цен, оперирующая на долгосрочных временных интервалах, оказалась неспособной разрешить проблемы, вызванные кризисом в период Великой Депрессии. Он предложил собственный подход к экономическим процессам в своей работе «Общая теория занятости, процента и денег», изданной в 1936 г. В отличие от неоклассиков, Дж. Кейнс пришел к выводу, что решение всех жизненно важных проблем экономического развития следует искать не на стороне предложения ресурсов, что составляло ядро неоклассической политической экономики, а на стороне спроса, обеспечивающего реализацию ресурсов. Поэтому центральное звено теории Дж. Кейнса – установление связи между капиталовложениями, потреблением и национальным доходом.

Эта взаимосвязь установлена у Дж. Кейнса через теорию мультипликатора, связавшего прирост национального дохода с приростом личного потребления, вызываемого инвестициями (или государственными расходами). При этом величина инвестиций, по Дж. Кейнсу, зависит от соотношения двух факторов – предельной эффективности инвестиций, или ожидаемой выгоды от нынешних капиталовложений, и нормы процента. Увеличение денежного спроса по сравнению с предложением денег, согласно его теории, – главная причина, способная вызвать нежелательное повышение или жесткость процентной ставки.

Дж. Кейнс рассматривал деньги как один из типов богатства и утверждал, что та часть портфелей активов, которую хозяйственные агенты желают сохранить в форме денег, зависит от того, насколько высоко они це-

нят свойство ликвидности. Активы обладают ликвидностью, если их можно использовать как средство платежа, а их обладатель уверен, что номинальная стоимость таких активов не изменится. Деньги, рассматриваемые как агрегат денежной массы ($M1$), являются абсолютно ликвидными активами.

Следуя формальной кейнсианской модели, индивиды могут держать свое богатство в двух видах активов – деньги либо долгосрочные облигации. Преимущества облигаций перед деньгами состоит в том, что они приносят проценты. С другой стороны, вероятность, что процентная ставка на рынке ценных бумаг может измениться, несет в себе риск того, что изменится рыночная цена облигаций. Снижение нормы ссудного процента означает повышение курса облигаций, что обеспечивает держателям облигаций доход, обусловленный приростом капитала. Наоборот, повышение нормы ссудного процента означает снижение их курса, что вызывает потери капитала держателей облигаций.

При этом Дж. Кейнс рассматривал спрос на деньги как функцию двух переменных величин. При прочих равных условиях увеличение номинального дохода вызывает увеличение спроса на деньги, обусловленное существованием транзакционного мотива и мотива предосторожности. Однако при прочих равных условиях снижение нормы ссудного процента увеличивает спрос на деньги, обусловленный существованием спекулятивного мотива. Из этой теории следует, что денежно-кредитное регулирование, изменение объема денежного предложения оказывают влияние на воспроизводство только путем воздействия на инвестиционный процесс и только в том случае, если оно способно изменить психологическую ситуацию на денежном рынке, снизив норму процента.

С учетом вышеизложенного модель трансмиссионного механизма, разработанная Дж. Кейнсом (рис. 2.1), работает следующим образом:

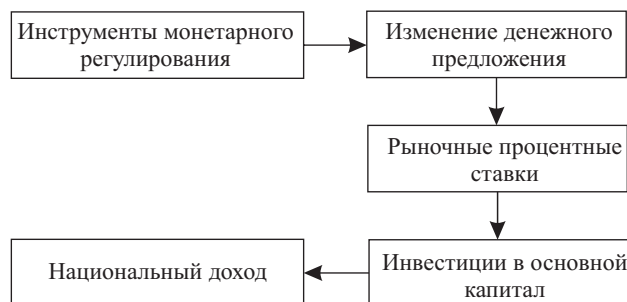


Рис. 2.1. Модель трансмиссионного механизма

Применение центральным банком инструментов кредитно-денежной политики (изменение нормативов обязательного резервирования, ставки рефинансирования, проведение операций на открытом рынке) приводит к изменению величины денежного предложения (M_2). В результате изменения реального (скорректированного на уровень инфляции) денежного предложения (M_2/P) происходит изменение рыночной ставки процента по кредитам. Если спрос на деньги считать постоянным, то при увеличении денежного предложения рыночные ставки на денежном рынке снижаются, при сжатии – растут, колебания реальных процентных ставок приводят к изменению инвестиционных расходов. Данная зависимость предполагается убывающей – чем ниже при прочих равных условиях рыночные процентные ставки (стоимость долгосрочного кредита), тем больший объем инвестиций в основной капитал могут осуществить предприятия. В свою очередь, инвестиции связаны положительной зависимостью с динамикой национального дохода.

Несмотря на то, что первоначально Кейнс подчеркивал: этот механизм работает через инвестиционную политику предприятий, – позже исследователи показали, что аналогичным образом этот же механизм работает и через решения потребителей относительно приобретения товаров и услуг длительного пользования, а также недвижимости. Рассмотрение не только процентной ставки, но и цен на другие активы при анализе трансмиссионного механизма монетарной политики впервые предложено М. Фридменом. Впоследствии эти подходы развивались в моделях Ф. Модильяни, У. Баумоля, Дж. Тобина и других исследователей.

Инвестициям и потреблению – «реальным» факторам кейнсианской модели – монетаристы противопоставляют денежный фактор, играющий, по их мнению, решающую роль в динамике национального дохода. При этом важное значение они придают расхождению между денежным спросом и предложением денег. Так в отличие от кейнсианской теории, где функция спроса на деньги неустойчива и подвержена влиянию спекулятивных мотивов, в монетарной теории первостепенное значение имеет стабильность этой функции, определяемая устойчивой склонностью к сбережениям в целях достижения желаемого уровня богатства. Из этого делается фундаментальный для монетарной теории вывод: стабильность функции спроса на деньги означает, что экономика для ее нормального функционирования нуждается в устойчивом увеличении денежной массы.

В кейнсианской теории нестабильности денежного предложения большого значения не придавалось, а монетаристы именно в расхождении между спросом на деньги и их предложением видят исходный пункт циклических колебаний экономики. Отсюда следует, что спрос на деньги – устойчивая функция ряда фундаментальных экономических переменных, а предложение денег, наоборот, крайне нестабильно и зависит от политики соответствующих монетарных институтов.

Монетаристы иначе, чем кейнсианцы, рассматривают механизм воздействия изменений в денежном обращении на динамику национального дохода. У кейнсианцев это воздействие рассматривается только через изменение нормы процента, которая, в свою очередь, может изменить уровень инвестиций и через них – объем национального дохода ($M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$). У монетаристов изменение денежной массы обязательно влияет на величину номинального дохода, трансформируясь частично в рост цен, а частично в рост реального дохода. В этом теория М. Фридмана отличается не только от кейнсианской, но и от прежней количественной теории денег, которая полагала, что все изменения денежной массы поглощаются изменениями цен, оставляя уровень реального производства постоянным.

Совместные усилия ученых кейнсианской и монетаристской экономических школ привели к изменениям подходов к оценке трансмиссионного механизма. В современном понимании трансмиссионный механизм в широком смысле – это совокупность каналов, по которым монетарные импульсы, генерируемые центральным банком, воздействуют на основные макроэкономические переменные (ВВП, занятость, инфляция), характеризующие основополагающие цели экономической политики государства. Особая роль центрального банка, его способность воздействовать на экономику основаны на монопольном праве создания денежной базы. Центральный банк является изначальным (создание денежной базы) и конечным (кредитор последней инстанции) источником ликвидности для банковской системы. Денежная масса призвана обслуживать процесс производства, распределения и потребления материальных благ и услуг. Поскольку население планеты постоянно растет, растут потребности общества в материальных благах и услугах, соответственно, постоянно растет и денежная масса.

Деньги в современной экономической системе имеют кредитную природу и создаются банками. Но для создания денежной массы банкам необходима ликвидность (деньги), монопольным поставщиком которой является центральный банк. Поскольку производство материальных благ и услуг, а соответственно, денежная масса, как рассмотрено выше, должны постоянно расти, центральный банк должен все время предоставлять новую ликвидность банкам. Таким образом, в распоряжении центрального банка находится мощный рычаг влияния на экономическую активность в стране. Регулируя ликвидность банковской системы, центральный банк влияет на способность банков к проведению активных операций (кредитование экономики, покупка ценных бумаг, валюты и других активов), что, в свою очередь, оказывает влияние на важнейшие макроэкономические переменные (ВВП, занятость, инфляция и др.).

В цепочке, связывающей изменение денежной массы (базы), уровень цен и объем выпуска в экономике, множество звеньев. Совокупность каналов, по которым передаются монетарные импульсы (изменения объема

денежной базы, процентных ставок по инструментам центрального банка, другие изменения монетарной политики), составляет трансмиссионный механизм монетарной политики.

В теоретической литературе по вопросам трансмиссионного механизма обычно принято выделять два основных взгляда на его природу: «денежный взгляд» и «кредитный взгляд».

«Денежный взгляд» является традиционным подходом к анализу трансмиссионного механизма, основанным на теоретических положениях кейнсианской экономической школы и механизме влияния монетарной политики на экономику через краткосрочную процентную ставку. Суть этого подхода заключается в том, что рост денежной массы приводит к увеличению доходности по инструментам финансового рынка (процентных ставок денежного рынка). Это, в свою очередь, снижает инвестиции в экономике, поскольку при наличии высокой доходности по финансовым инструментам возрастают требования инвесторов к доходности инвестиционных проектов, соответственно, при неизменном (условно постоянном) количестве инвестиционных предложений количество проектов, удовлетворяющих возросшим требованиям инвесторов, снижается. При прочих равных условиях снижается ВВП.

Рассматриваемый подход к трансмиссионному механизму опирается на так называемую портфельную теорию инвестиций, основоположниками которой считаются упоминавшиеся выше У. Баумоль и Дж. Тобин. Согласно этой теории, инвестиционные решения принимаются экономическими агентами с учетом доходности различных финансовых и реальных активов (инструменты финансового рынка, инвестиции в реальный сектор экономики, недвижимость и т. п.). Поэтому в рамках «денежного взгляда» оценивается влияние монетарной политики на экономику через процентные ставки денежного рынка, обменный курс и цены на другие активы. В целом этот подход рассматривает воздействие монетарных импульсов на основные макроэкономические переменные через совокупный спрос.

Вместе с тем, по мнению отдельных исследователей, с точки зрения традиционного подхода к оценке воздействия монетарной политики на экономику (через процентную ставку и стоимость капитала) многие вопросы остаются нерешенными. В частности, неразрешенными остаются проблемы, связанные с оценкой глубины и длительности воздействия изменений в монетарной политике на экономику, нет ответа на вопрос о том, насколько длительным является такое воздействие (сколько времени проходит, пока экономика вновь не вернется к равновесному состоянию, которое при этом может отличаться от первоначального). Нет также полной ясности в части того, какие компоненты совокупного спроса в большей степени подвержены воздействию изменений в монетарной политике.

Этот пробел может быть заполнен механизмами, в совокупности называемыми кредитным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Сторонники «кредитного взгляда» на трансмиссионный механизм выделяют банковские кредиты в отдельный вид активов, играющий особую роль в экономике. Основываясь на идее об информационной асимметрии кредитного рынка, они вводят в экономический анализ понятие премии за внешнее финансирование (*external finance premium*), которую приходится выплачивать заемщику. Ключевым моментом «кредитного взгляда» является то, что изменение политики центрального банка влияет не только на размер процентных ставок денежного рынка, но и на размер премии за внешнее финансирование.

Кредитный канал не является самостоятельным, отдельным и независимым в передаче монетарных импульсов, однако он существенно дополняет традиционный процентный канал и делает описание трансмиссионного механизма более полным. Более того, в условиях переходной экономики этот канал имеет особое значение в силу того, что рынки ценных бумаг и финансовые рынки в целом в таких странах, как правило, недостаточно развиты, и банковский кредит является одним из основных источников финансирования предприятий реального сектора.

Несмотря на видимые различия в подходах, «денежный взгляд» и «кредитный взгляд» органично дополняют друг друга. «Денежный взгляд» основан на традиционных, макроэкономических моделях и имеет полное теоретическое обоснование, его удобно использовать при построении экономико-математических моделей трансмиссионного механизма. «Кредитный взгляд» построен на микроэкономических моделях неокейнсианского направления и может использоваться для исследования механизма влияния монетарной политики не только на экономику в целом, но и на поведение отдельных фирм.

Обобщая вышесказанное, следует отметить, что в настоящее время практические подходы к количественному и качественному анализу трансмиссионного механизма основаны на исследовании влияния монетарной политики на экономику через процентные ставки, обменный курс, цены других активов (ценные бумаги, недвижимость и др.).

Процентная ставка является одним из основных инструментов монетарной политики для большинства центральных банков мира. Этот факт объясняется значимостью влияния процентной ставки на экономику. Решения относительно изменения официальной ставки (ставок по инструментам центрального банка) оказывают влияние на экономическую активность и инфляцию через ряд каналов, которые в совокупности составляют трансмиссионный механизм монетарной политики.

Изменение официальной ставки (или даже просто намерения изменить официальную ставку) оказывает воздействие на рыночные процентные став-

ки такие, например, как ставки по кредитам и депозитам банков. Эти изменения, в свою очередь, воздействуют на ожидания экономических субъектов относительно будущего развития экономики, которые влияют на обменный курс и цены на активы (*asset prices*), а также на решения, принимаемые экономическими агентами (предприятия и население) относительно совокупных расходов на потребление, сбережений и инвестиций. Например, при прочих равных, более высокие процентные ставки стимулируют сбережения в национальной валюте в большей степени, нежели расходы (потребление), и способствуют укреплению курса национальной валюты на иностранных валютных рынках, что делает иностранные товары дешевле отечественных. Таким образом, изменение официальной процентной ставки воздействует на спрос на товары и услуги отечественного производства. Соотношение совокупного спроса и производственных мощностей отечественных предприятий является значимым фактором инфляционного давления. Если совокупный спрос превышает количество товаров и услуг, которые готовы произвести отечественные предприятия в краткосрочном периоде, будет иметь место тенденция к повышению заработных плат, что может повлечь рост издержек, затем цен на отдельные товары и услуги и последующее выравнивание всех остальных цен (т. е. повышение общего уровня цен в экономике). Помимо вышеперечисленного, обменный курс, изменяющийся под влиянием монетарной политики (как прямым, так и косвенным), оказывает прямое воздействие (с определенным временным лагом) на цены импортируемых товаров и услуг в национальной валюте, а также на издержки предприятий за счет цен на импортируемые сырье, материалы, комплектующие, а следовательно, на цены на продукцию.

Официальная процентная ставка и ставки денежного рынка. Центральный банк имеет возможность устанавливать процентные ставки на «оптовых денежных рынках» по причине монопольного права предложения денежной базы. Таким образом, официальная ставка представляет собой цену, по которой экономика заимствует денежную базу. Это может быть ставка рефинансирования, учетная ставка, ставка по операциям репо, ломбардным кредитам и др. Количественный эффект изменения официальной ставки зависит от того, насколько это изменение было прогнозируемым для экономических агентов, и от того, в какой степени ожидания повлияют на будущую политику центрального банка. В принципе, воздействие на уровень процентных ставок оказывает не только фактическое изменение официальной ставки, но и ожидания относительно ее изменения.

Изменение официальной ставки оказывает моментальное воздействие на другие краткосрочные ставки «оптового» денежного рынка по инструментам с различными сроками и другие краткосрочные ставки, такие, например, как ставки на межбанковском рынке. Однако эти ставки могут изменяться непропорционально изменению официальной ставки. Букваль-

но в день изменения официальной ставки банки изменяют свои базовые ставки по кредитам обычно на ту же величину, на которую изменилась официальная ставка. В свою очередь, это изменение воздействует на ставки по всем видам краткосрочных кредитов, выдаваемых клиентам (включая овердрафт по текущим счетам). Изменяются также ставки по депозитам. Однако эти изменения не привязаны к изменению официальной ставки напрямую. Ставки по депозитам меняются исходя из политики, проводимой коммерческим банком, его ситуации с ликвидностью, процентной маржи и спреда, других факторов.

В отличие от краткосрочных ставок, которые меняются в том же направлении и по большей части примерно в той же пропорции, что и официальная ставка, долгосрочные процентные ставки меняются иначе. В основном они зависят от ожидаемого будущего уровня краткосрочных процентных ставок. Рост официальной ставки может, например, вызвать ожидания снижения краткосрочных ставок в будущем, что, в свою очередь, снизит долгосрочные ставки. Кроме того, эффект влияния изменений официальной ставки будет зависеть от инфляционных ожиданий.

Изменения официальной ставки оказывают также влияние на стоимость (доходность) ценных бумаг, таких, например, как акции и облигации. Цена облигации имеет обратную зависимость от уровня долгосрочных процентных ставок, т. е. чем выше долгосрочные процентные ставки, тем ниже цены на облигации. При прочих равных (в частности, инфляционные ожидания) повышение долгосрочных процентных ставок приводит к снижению цен на акции, поскольку будущая доходность, приведенная к текущему периоду, падает. Ожидания вносят коррективы в работу описанных механизмов. Поэтому, говоря «при прочих равных», мы делаем допущение.

Процентная ставка и поведение потребителей. Теперь рассмотрим, как предприятия и население реагируют на изменения официальной процентной ставки, других процентных ставок и цен на финансовые активы. Здесь будет рассматриваться лишь немедленный эффект изменений в монетарной политике. Поскольку ожидания оказывают значительный эффект на результаты монетарной политики, сделаем допущение, что ожидания относительно будущего развития реального сектора экономики и инфляции, а также уровень доверия к действиям центрального банка неизменны. Кроме того, предположим, что фискальная политика не изменяется в ответ на действия центрального банка.

Как уже отмечалось, изменение официальной процентной ставки влияет на процентные ставки банков. Поэтому прежде всего население сталкивается с новыми ставками по депозитам и потребительским кредитам. В зависимости от направления изменения ставок либо увеличивается потребление и уменьшается сбережение, либо наоборот. Повышение ставок по вновь выдаваемым кредитам приводит, например, к росту выплат по

закладным и ипотечным кредитам, что уменьшает располагаемый доход домашних хозяйств, а значит, вероятно, и потребление товаров и услуг. Более высокие процентные ставки приводят к снижению стоимости финансовых активов, а значит, уменьшается благосостояние владельцев этих активов, что также ведет к уменьшению потребления.

Рост долгосрочных процентных ставок снижает спрос или даже цены на недвижимость. Приобретение жилья финансируется по большей части за счет кредитов. Рост процентных ставок увеличивает затраты на приобретение жилья. Жилье и недвижимость являются главными компонентами благосостояния большей части населения. Изменения цен на недвижимость влияют на потребительские расходы в том же направлении, что и изменения цен на финансовые активы, но необязательно в той же пропорции. Частично изменения цен на недвижимость проявляются в том, что владельцы объектов недвижимости чувствуют себя беднее при снижении цен на свою собственность. С другой стороны, снижение цен на недвижимость уменьшает ее залоговую стоимость, в связи с чем ипотечные кредиты и заложенные становятся менее доступными.

Конечно, многие домашние хозяйства не имеют ни задолженности по долгосрочным кредитам, ни значительных финансовых активов. Однако очень многие имеют задолженность по потребительским кредитам, кредитные карты. Монетарная политика оказывает влияние на эти группы населения через изменение процентных ставок по банковским кредитам. Более высокие ставки делают менее привлекательными банковские кредиты для населения. В то же время высокие процентные ставки стимулируют рост сбережений, что вызывает при прочих равных уменьшение потребительских расходов. В такой ситуации потребительские расходы «откладываются» на будущее.

Эффект изменения официальной ставки проявляется также в ожиданиях населения относительного уровня занятости и доходов. Если в результате изменения официальной ставки предполагается рост экономической активности (как правило, это бывает при уменьшении процентных ставок), что, как правило, сопровождается увеличением занятости и (или) ростом заработной платы в экономике (в рыночной экономике), население будет склонно к увеличению потребительских расходов в ожидании доходов в будущем.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что при прочих равных рост официальной ставки, как правило, приводит к сокращению потребительских расходов. Однако этот вывод справедлив не для всех групп населения. Для той части населения, которая живет преимущественно за счет доходов, приносимых сбережениями, рост процентных ставок означает рост благосостояния и, соответственно, склонность к увеличению потребительских расходов. В этой связи можно говорить о перераспределительном эффекте изменения официальной процентной ставки. При ее росте увеличивается

благополучие чистых кредиторов (тех, кто имеет сбережения) и уменьшается благополучие чистых заемщиков (тех, кто пользуется кредитами).

Изменения официальной ставки также влияют на обменный курс. Обменный курс представляет собой цену национальной валюты, выраженную в единицах иностранной (или наоборот). Следовательно, обменный курс зависит как от внутренних (отечественных), так и от внешних (иностраных) монетарных факторов. Точный количественный эффект воздействия изменений официальной процентной ставки на обменный курс является неопределенным, поскольку зависит от внутренних и внешних процентных ставок и ожиданий, а также от инфляции в стране и за рубежом и других факторов. Однако при прочих равных рост официальной ставки должен привести к укреплению национальной валюты на иностранных валютных рынках, и наоборот. Укрепление происходит по той причине, что рост ставки делает активы в национальной валюте более привлекательными (доходными) по сравнению с активами в иностранной валюте. Соответственно, национальная валюта становится привлекательной для иностранных инвесторов. Изменения обменного курса приводят к изменениям относительных цен на отечественные и иностранные товары и услуги, приводя к изменениям совокупного спроса, а затем цен и объема выпуска.

Изменения обменного курса в связи с повышением (понижением) официальной ставки оказывают влияние на потребительские расходы. С одной стороны, это проявляется через финансовые активы, депозиты и кредиты, номинированные в иностранной валюте. С другой стороны, как уже отмечалось выше, обменный курс влияет на цены потребительских товаров и услуг. Рост обменного курса (укрепление курса национальной валюты) делает иностранные товары и услуги дешевле в пересчете на национальную валюту. Это оказывает влияние на ценовую конкурентоспособность национальных товаропроизводителей, а также на такие отрасли национальной экономики, как туризм, например. При этом, конечно, изменение официальной ставки не является единственным фактором изменения обменного курса.

Таким образом, рост официальной процентной ставки приводит к сокращению потребительских расходов и через укрепление национальной валюты (рост обменного курса) к переключению потребления с отечественных товаров на импортные. Снижение официальной ставки имеет обратный эффект. Количественные результаты изменения официальной процентной ставки существенно зависят от ожиданий и доверия к действиям центрального банка со стороны рынков и населения.

Процентная ставка и поведение предприятий. Предприятия подвержены влиянию изменений рыночных процентных ставок, обменного курса и цен на физические и финансовые активы, происходящих в результате применения инструментов монетарной политики. Вместе с тем характер воздействия этих изменений зависит от рода деятельности, размера предприятия и источников финансирования.

Рост официальной процентной ставки оказывает прямое воздействие на их деятельность через удорожание банковских кредитов. Рост затрат на обслуживание кредитов снижает прибыль и увеличивает требования к окупаемости инвестиционных проектов, что приводит к снижению инвестиций. Рост процентных ставок по кредитам увеличивает стоимость привлеченных оборотных средств, которые финансируются преимущественно за счет кредитов. Повышение процентной ставки также означает, что предприятия не будут, вероятнее всего, нанимать новых работников, а, наоборот, будут склонны к сокращению числа занятых. С другой стороны, предприятия, имеющие счета в банках, по остаткам на которых начисляются проценты, и вообще свободные денежные средства, которые они могут продавать на денежном рынке, наоборот, выигрывают от повышения процентной ставки. Это, в свою очередь, позволяет им увеличивать инвестиции в собственное производство (развитие), нанимать дополнительных сотрудников. В то же время они могут увеличивать вложения в финансовые активы или выплачивать более высокие дивиденды акционерам.

Еще один канал воздействия монетарной политики на предприятия связан с рынками капитала. Если предприятие заимствует средства на рынках капитала для финансирования инвестиционных проектов, то изменение условий заимствования в связи с изменением официальной процентной ставки (механизм такого изменения рассматривался выше) оказывает на нее существенное влияние.

Колебания обменного курса также оказывают существенное влияние на предприятия, хотя изменение официальной процентной ставки является лишь одним из многих факторов, воздействующих на обменный курс. Отечественные предприятия могут иметь высокие издержки в национальной валюте, и испытывать конкуренцию со стороны иностранных фирм, где издержки фиксированы в других (иностраннх) валютах. При укреплении национальной валюты на иностранных валютных рынках ухудшатся конкурентные позиции отечественных предприятий и снизится объем продаж или прибыльность, либо то и другое вместе. Изменение обменного курса воздействует на экспортеров, на фирмы, производящие продукцию, конкурирующие с импортными товарами, импортеров и предприятия отраслей, связанных с иностранным туризмом (отели, рестораны, магазины и т. п.), международные фирмы, оказывающие финансовые и консалтинговые услуги.

Как неоднократно отмечалось выше, ожидания относительно будущего развития экономики могут скорректировать результаты монетарной политики. Говоря о предприятиях, можно отметить, что ожидания оказывают влияние на решения, принимаемые ими относительно инвестиций в основной капитал. Если предполагается снижение потребительского спроса в будущем, то предприятия будут меньше вкладывать в основной капитал. Неуверенность относительно развития ситуации в экономике в будущем и недоста-

точное доверие к центральному банку приведет к тому, что инвестиционные проекты будут откладываться фирмами на неопределенный срок.

В целом можно отметить, что большинство предприятий зависит от краткосрочных банковских кредитов в национальной валюте и краткосрочных заимствований на денежном рынке. Поэтому более высокие ставки ухудшают финансовое состояние предприятий и снижают объем выпуска и занятости в экономике. Кроме того, повышение процентной ставки приводит к откладыванию инвестиционных проектов на будущее, в особенности при неопределенности относительно развития экономических процессов.

Процентная ставка и совокупный спрос. Рассмотренные выше изменения в поведении населения и предприятий в ответ на изменение официальной процентной ставки порождают изменение совокупного спроса в экономике.

В результате изменения в поведении экономических агентов меняется потребление (потребительских и инвестиционных товаров, услуг и т. п.). Изменения в структуре потребления, в свою очередь, оказывают опосредованное влияние на предприятия через изменение спроса на продукцию их производства (конечные и промежуточные товары и услуги). Предприятие, на которое не оказало никакого влияния изменение процентных ставок на денежном рынке, цен на финансовые активы и обменного курса, подвержено влиянию изменения спроса на производимую продукцию. Например, при снижении благосостояния населения в результате повышения официальной процентной ставки упадет спрос на автомобили. Фирма – производитель стали, нечувствительна к процентным ставкам, изменениям цен на финансовые активы и колебаниям обменного курса. Но при этом она пострадает от снижения спроса населения на производимые ее партиями автомобили. Таким образом, вызванные монетарной политикой изменения в структуре потребления и колебания совокупного спроса затронут практически все предприятия, производящие конечные товары и услуги. Это отразится на предприятиях, производящих факторы производства (материалы, комплектующие, оборудование и т. п.).

В целом можно отметить, что все взаимосвязи и взаимозависимости учесть исключительно сложно, особенно дать их количественную интерпретацию. Даже если это и удастся, экономика постоянно развивается, меняется и трансмиссионный механизм.

Временные лаги. С момента изменения официальной ставки до момента, когда начинают проявляться последствия этого изменения для экономики, проходит определенное время, т. е. монетарная политика воздействует на экономику с временным лагом. Согласно эмпирическим исследованиям, в развитых индустриальных странах проходит около года, прежде чем проявляется максимальный эффект воздействия монетарной политики на совокупный спрос и выпуск в экономике, и еще один год проходит, прежде

чем монетарный импульс достигает в полной мере инфляции. Однако здесь присутствует большая доля неопределенности и различных вариаций относительно точной длительности этих временных лагов, поскольку в конечном итоге результат зависит от множества факторов, значительная часть которых лежит за пределами компетенции центрального банка и предугадать которые невозможно.

Традиционный неоклассический подход к объяснению трансмиссионного механизма основан на механизме влияния монетарной политики на экономику через краткосрочную процентную ставку. Этот подход опирается на следующие факты, подтверждаемые многочисленными исследованиями применительно к условиям рыночной экономики:

- несмотря на то, что не ожидаемое экономикой ужесточение монетарной политики оказывает лишь временный эффект на процентные ставки, как правило, результатом становится длительное снижение темпов роста реального ВВП и цен;

- совокупный спрос поглощает начальный эффект ужесточения монетарной политики, падая относительно быстро после этих изменений. Совокупный выпуск следует траектории совокупного спроса, однако с временным лагом, при этом подразумевается рост запасов нереализованной продукции в краткосрочном периоде. Впоследствии, однако, эти запасы снижаются, что является существенным фактором снижения ВВП;

- наиболее резкое и немедленное сокращение в совокупном спросе происходит по причине снижения расходов населения на потребительские товары и услуги долгосрочного пользования и недвижимости. Инвестиции предприятий в основной капитал также сокращаются, однако не так резко, с временным лагом и только после снижения процентных ставок и темпов роста совокупного выпуска.

Если тот факт, что описанные выше изменения действительно присутствуют, подтверждается эмпирическими исследованиями с выделением временного лага, то глубина воздействия изменений в монетарной политике на экономику является нераскрытым вопросом. Кроме того, нет ответа на вопрос о том, насколько длительным является такое воздействие (сколько времени проходит, пока экономика вновь не вернется к равновесному состоянию, которое при этом может отличаться от первоначального).

2.2. Теория процентной ставки и кредитный канал трансмиссионного механизма

Нет также полной ясности в части того, какие компоненты совокупного спроса в большей степени подвержены воздействию изменений в монетарной политике. С учетом распространенной точки зрения о том, что монетарная политика наибольшее влияние имеет на краткосрочные про-

центные ставки, логичным было бы предположение о наибольшем влиянии непредвиденных изменений монетарной политики на краткосрочные активы (например, такие, как некоторые виды запасов готовой продукции и потребительских товаров). Однако, как показывают исследования, в наибольшей степени рассматриваемые изменения влияют на инвестиции резидентов несмотря на то, что они, как правило, являются долгосрочными и должны, по идее, быть подвержены влиянию долгосрочной реальной процентной ставки, а не краткосрочных процентных ставок, контролируемых центральным банком.

С другой стороны, инвестиции предприятий в основной капитал в гораздо меньшей степени подвержены немедленным изменениям в ответ на изменения в монетарной политике.

Таким образом, с точки зрения традиционного неоклассического подхода к оценке воздействия монетарной политики на экономику (через процентную ставку и стоимость капитала) многие вопросы остаются нерешенными. Этот пробел может быть заполнен механизмами, в совокупности называемыми кредитным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Этот канал не является самостоятельным, отдельным и независимым в передаче монетарных импульсов, однако он существенно дополняет традиционный процентный канал и делает описание трансмиссионного механизма более полным. В условиях переходной экономики этот канал имеет особое значение в силу того, что рынки ценных бумаг и финансовые рынки в целом в таких странах, как правило, недостаточно развиты и банковский кредит является одним из основных источников финансирования предприятий реального сектора.

Согласно теории кредитного канала трансмиссионного механизма, воздействие монетарной политики на процентные ставки усиливается эндогенными изменениями в премии за внешнее финансирование, представляющей собой разницу в затратах на привлеченные извне (путем выпуска акций или привлеченные на условиях заимствования) и собственные (аккумулируемая прибыль) финансовые ресурсы.

Размер этой премии отражает степень несовершенства кредитных рынков, которая приводит к разделению доходности, ожидаемой владельцами финансовых ресурсов и потенциальных затрат заемщиков. В соответствии с «кредитной точкой зрения» на трансмиссионный механизм изменения в монетарной политике повышают или, наоборот, понижают процентные ставки на открытом рынке, корректируя премию за внешнее финансирование в аналогичном направлении. Благодаря этому воздействие монетарной политики на издержки, связанные с заимствованием финансовых ресурсов, а также на совокупные расходы и деятельность реального сектора экономики усиливается. Размер премии за внешнее финансирование, как правило, определяется несколькими причинами (факторами):

- затратами банка на оценку кредитоспособности заемщика, сбор информации, мониторинг и т. п.;
- премией за то, что банк по определению имеет меньше информации о реальных планах заемщика по использованию кредита, чем сам заемщик;
- затратами, связанными с так называемым моральным риском, или риском ненадлежащего поведения заемщика (проблема моральных качеств в данном случае заемщика, например, мошенничество – *moral hazard* – проблема морального риска – есть опасность того, что заемщик сознательно допустит нецелевое использование кредита, что создаст проблему его возврата).

Существует два вида взаимосвязи между изменениями в монетарной политике и в премии: **балансовый эффект** (заключается во влиянии изменений в монетарной политике на балансы и отчеты о прибылях и убытках заемщиков, затрагивая такие показатели, как собственный капитал, денежные потоки, ликвидные активы и др.) и **эффект изменений банковского кредита** (состоит в воздействии изменений монетарной политики на предложение банковского кредита в экономике).

Балансовый эффект основан на теоретическом предположении о том, что размер премии за внешнее финансирование зависит от финансового состояния заемщика. В частности, чем выше размер собственного капитала заемщика, тем ниже размер внешней финансовой премии. Можно предположить, что более устойчивое финансовое состояние заемщика позволяет ему снизить вероятность потенциального конфликта с кредитодателем через самофинансирование либо через способность представить банку большее обеспечение возвратности кредита, что, в свою очередь, означает автоматическое снижение размера премии.

В силу того что финансовое состояние заемщика влияет на размер премии и, таким образом, на условия кредитования, с которыми заемщик сталкивается, изменения в качестве финансовых показателей, отражаемых в балансе и отчете о прибылях и убытках, воздействуют на его решения относительно расходов и инвестиций.

Балансовый эффект возникает в связи с тем, что изменения монетарной политики влияют не только на процентные ставки денежного рынка, но и на финансовое состояние предприятий как напрямую, так и косвенно.

Ужесточение (например) монетарной политики прямо ухудшает баланс предприятия по следующим причинам. Во-первых, если у предприятия имеются краткосрочные обязательства по привлеченным финансовым ресурсам под плавающую процентную ставку, рост процентных ставок непосредственно увеличивает процентные расходы (расходы на обслуживание задолженности), снижая чистые денежные потоки, генерируемые предприятием и ухудшая финансовое состояние предприятия. Поскольку многие предприятия зависимы от краткосрочной задолженности, финансирующей оборотный капитал, такое прямое воздействие монетарной политики имеет

значительный количественный эффект. Во-вторых, рост процентных ставок денежного рынка, как правило, сопровождается снижением цен на активы (кроме денег), что помимо прочего означает снижение стоимости обеспечения заемщика. Например, многие исследователи высказывают точку зрения о том, что во многом резкое падение рынков недвижимости и акций в Японии в конце 80-х гг. XX в. было спровоцировано чрезмерным ужесточением монетарной политики Банка Японии. Это ужесточение привело к резкому сокращению кредитоспособности многих японских корпораций и банков, что способствовало развитию общего кризиса в экономике. Похожие явления наблюдались во многих индустриально развитых странах.

Наряду с прямым влиянием ужесточения монетарной политики оказывает косвенное воздействие на финансовое состояние предприятий. Как отмечалось, данное ужесточение приводит к сокращению совокупного спроса в экономике, падению продаж и увеличению запасов нереализованной продукции. Это, в свою очередь, снижает доходы предприятий от текущей деятельности. Вместе с тем, имея возможность снижать переменные издержки, предприятие не может резко снизить постоянные и условно-постоянные затраты (в т. ч. и расходы на обслуживание банковских кредитов и выплату заработной платы). Возникающий в результате разрыв между использованием и источниками финансовых ресурсов приводит к размыванию собственного капитала и потере кредитоспособности предприятия. Данное обстоятельство непосредственно связано с увеличением размера внешней финансовой премии и, как следствие, снижением расходов и инвестиций предприятия, что в итоге приводит к снижению совокупного выпуска в экономике.

Недостаточно исследованным при этом является вопрос о том, насколько существенно влияние монетарной политики на предложение банковского кредита. Ответ на этот вопрос зависит от структуры финансового рынка страны, макроэкономической динамики, устойчивости банковской системы и ситуации в конкретном банке, структуры его активов и ресурсной базы. Поэтому необходимо исследование этой зависимости применительно к конкретным социально-экономическим условиям каждого конкретного государства.

В развитых странах значимость канала банковского кредитования снижается по мере внедрения новых инструментов финансового рынка, инноваций и развития информационных технологий. Однако он остается по-прежнему значимым при оценке работы трансмиссионного механизма монетарной политики, в особенности применительно к условиям переходной экономики.

Кроме того, необходимо отметить, что балансовый эффект, рассмотренный ранее применительно к нефинансовым корпорациям, имеет значение также и для банков. Например, если рост процентных ставок денежного рынка снижает рыночную стоимость ценных бумаг, уменьшая собственный капитал банка, возможности банка по привлечению ресурсов и увеличению

активов (кредиты, например) ограничивается. Балансовый эффект применительно к банкам имеет существенное значение (например, для США) в связи с активным использованием банками краткосрочных ценных бумаг и производных инструментов (деривативов). Это приводит к повышенной чувствительности американских банков к изменениям процентных ставок денежного рынка.

Существуют различные подходы к количественной оценке кредитного канала трансмиссионного кредита с использованием векторной авторегрессии. Одним из наиболее популярных является оценка взаимосвязи изменений в монетарной политике, представленных колебанием краткосрочной процентной ставки, темпов прироста банковского кредита и ВВП. Этот подход может представлять интерес, однако взаимосвязь между кредитом и совокупным выпуском в экономике является не прямой, сложной и подверженной воздействию многих факторов. В этой связи названный подход является чрезмерно упрощенным. Поэтому более обоснованным и методологически оправданным можно считать использование оценки влияния монетарной политики на реальный сектор экономики через изменение ВВП, механизм воздействия которого на предприятия реального сектора рассмотрен выше.

Кредит так же, как и денежные агрегаты, изменяется под совокупным влиянием спроса и предложения в экономике. При этом как спрос на деньги, так и спрос на кредит зависит от фазы экономического цикла. Если спрос на деньги является в чистом виде проциклическим, т. е. растет с подъемом экономики и уменьшается в состоянии экономического спада, то спрос на кредит может иметь существенный антициклический компонент. Это означает, что зачастую в период снижения экономической активности предприятия и население могут увеличивать спрос на кредит в целях компенсации снижения доходов в результате экономического спада. Одновременно спрос на кредит может расти в момент подъема экономики, поскольку предприятия и население будут нуждаться в финансировании расширения деловой активности. В этой связи многие теоретические исследования связывают оценку кредитного канала трансмиссионного механизма с теорией экономического цикла.

Антициклический элемент спроса на кредит объясняет тот факт, что банковский кредит обычно позже и в меньшей степени реагирует на изменения в монетарной политике по сравнению с агрегатами денежной массы (вообще-то агрегаты денежной массы – это элементы ресурсной базы банков, в частности, депозиты, более чувствительные к процентной ставке).

Изменения на кредитном рынке в результате влияния монетарной политики воздействуют не только на поведение предприятий, но и на решения домашних хозяйств относительно заимствований и расходов на потребление, в частности, на дорогостоящие товары длительного пользования (например, автомобили, жилье) и инвестиции.

В экономической литературе по вопросам трансмиссионного механизма наряду с процентными ставками выделяют три основные категории цен активов, через которые изменения в монетарной политике оказывают влияние на экономику:

- цены фондового рынка;
- цены на недвижимость;
- обменные курсы.

Цены фондового рынка. Динамика цен фондового рынка, подверженная воздействию изменений в монетарной политике, имеет существенное воздействие на рыночную экономику через следующие каналы:

- инвестиции;
- балансовый эффект применительно к предприятиям;
- ликвидность домашних хозяйств.

Влияние изменений на фондовом рынке на **инвестиционную активность** предприятий впервые рассмотрено Дж. Тобином в его q -теории (1969 г.). Дж. Тобин из Йельского университета, в 1982 г. получивший Нобелевскую премию по экономике, предложил модель динамики инвестиций, основанную на идее издержек регулирования. Переменная q у Дж. Тобина определяется как отношение стоимости фирмы на фондовом рынке к восстановительной стоимости ее основного капитала (*replacement costs of capital*). Понятие «восстановительная стоимость капитала» представляет собой издержки замещения капитала, на которые пришлось бы пойти при приобретении предприятия и оборудования фирмы на рынке продукции. Например, если фирма стоит 150 млн долл. США на фондовом рынке, а ее восстановительная стоимость составляет 100 млн долл. США, то q будет равно 1,5. Таким образом, q характеризует стоимость приобретения фирмы на финансовом рынке в сравнении со стоимостью покупки ее капитала на рынке продукции.

Если величина q высока, то рыночная стоимость фирмы по отношению к восстановительной стоимости капитала также высока, и это означает, что приобретение новых производств, оборудования, зданий, сооружений и т. п. относительно дешево по сравнению с рыночной стоимостью фирмы. Это, в свою очередь, означает, что фирма может увеличить свой акционерный капитал, например, за счет дополнительной подписки на акции и приобрести оборудование, технологии и т. п. по цене, которая является относительно низкой в сравнении с ценой, по которой были проданы акции. Таким образом, инвестиционные расходы фирмы возрастут, поскольку в данном случае она может приобрести достаточно значительное количество инвестиционных товаров за счет незначительного выпуска акций.

Роль монетарной политики в данном случае состоит в воздействии на цены фондового рынка. Например, при проведении экспансионистской монетарной политики (рост денежного предложения) процентные ставки

денежного рынка снижаются, что увеличивает привлекательность ценных бумаг. Это означает увеличение их рыночной стоимости. Поэтому, с учетом рассмотренной взаимосвязи между ценами фондового рынка и инвестициями, механизм влияния монетарной политики на экономику через цены фондового рынка и инвестиции будет выглядеть следующим образом:

$$M\uparrow - Ps\uparrow - q\uparrow - I\uparrow - Y\uparrow, \quad (2.1)$$

где $M\uparrow$ – это экспансионистская монетарная политика (рост денежного предложения), которая приводит к росту цен фондового рынка ($Ps\uparrow$), что положительно влияет на цену фирмы на рынке (q), инвестиционную активность предприятий ($I\uparrow$) и соответственно, ведет к росту ВВП ($Y\uparrow$).

Балансовый эффект изменений цен фондового рынка в связи с изменениями в монетарной политике связан с информационной асимметрией, изменением чистой стоимости компании (собственный капитал) – *net worth*, а также стоимости ее активов.

Как уже отмечалось, проведение экспансионистской монетарной политики приводит к росту цен на фондовом рынке. Это, в свою очередь, приводит к повышению чистой стоимости компании и означает, что предприятие может привлечь больше заемных финансовых ресурсов под более низкий процент. Это связано, во-первых, с тем, что увеличение чистой стоимости предприятия означает рост его кредитоспособности (увеличение стоимости обеспечения заемщика). Например, многие исследователи высказывают точку зрения, что во многом резкое падение рынков недвижимости и акций в Японии в конце 80-х гг. XX в. было спровоцировано чрезмерным ужесточением монетарной политики Банка Японии. Это привело к резкому сокращению кредитоспособности многих японских корпораций и банков, что способствовало развитию общего кризиса в экономике. Похожие явления наблюдались во многих индустриально развитых странах.

Во-вторых, если у предприятия уже имеются краткосрочные обязательства по привлеченным финансовым ресурсам под плавающую процентную ставку, снижение процентных ставок напрямую уменьшает процентные расходы (расходы на обслуживание задолженности), повышая чистые денежные потоки, генерируемые предприятием, и улучшая его финансовое состояние. Поскольку многие предприятия зависимы от краткосрочной задолженности, финансирующей оборотный капитал, такое прямое воздействие монетарной политики имеет значительный количественный эффект.

Как следствие, предприятие может увеличить инвестиционную активность за счет привлечения большего объема заемных финансовых ресурсов (кредитов):

$$M\uparrow - Ps\uparrow - NW\uparrow - L\uparrow - I\uparrow - Y\uparrow, \quad (2.2)$$

где $M\uparrow$ – это экспансионистская монетарная политика (рост денежного предложения), которая приводит к росту цен фондового рынка ($Ps\uparrow$), что

положительно влияет на размер чистой стоимости (цены) предприятия ($NW\uparrow$), это позволяет за счет привлечения большего объема заемных финансовых ресурсов ($L\uparrow$) финансировать дополнительные инвестиционные расходы ($I\uparrow$), что приводит в целом к росту ВВП ($Y\uparrow$).

Колебания цен фондового рынка оказывают влияние не только на предприятия, но и на **домашние хозяйства (население) через ликвидность и благосостояние** последних.

Домашним хозяйствам принадлежат товары длительного пользования и недвижимость, которые в силу непрозрачности и асимметричности информации относительно их качества являются относительно низко ликвидными. Поэтому в случае, если в результате каких-либо непредвиденных событий домашние хозяйства вынуждены продать эти активы, вероятность их немедленной реализации по рыночной стоимости крайне низка. С другой стороны, не представляет особой сложности относительно быстро реализовать по рыночной стоимости финансовые активы, такие, например, как денежные средства в банках или ценные бумаги. Таким образом, если домашние хозяйства прогнозируют в будущем возникновение финансовых проблем, они предпочтут держать финансовые активы, нежели недвижимость или товары длительного пользования.

Зависимость между ценами фондового рынка и стоимостью финансовых активов является прямой. Если, например, цены фондового рынка растут, стоимость финансовых активов, принадлежащих домашним хозяйствам, также увеличивается. В этой связи, при прочих равных условиях, финансовое положение домашних хозяйств улучшается, вероятность возникновения финансовых проблем в ближайшем будущем уменьшается, и они начинают приобретать больше товаров длительного пользования и недвижимости.

В формализованном виде рассмотренную зависимость можно представить следующим образом:

$$M\uparrow - Ps\uparrow - Af\uparrow - Y\uparrow, \quad (2.3)$$

где $M\uparrow$ – это экспансионистская монетарная политика, которая приводит к росту цен фондового рынка ($Ps\uparrow$), что положительно влияет на рыночную стоимость (цену) финансовых активов, принадлежащих домашним хозяйствам ($Af\uparrow$), и снижению вероятности возникновения финансовых проблем в ближайшем будущем, что увеличивает расходы на приобретение товаров длительного пользования ($Cd\uparrow$), а также недвижимости ($H\uparrow$) и, как следствие, способствует росту ВВП ($Y\uparrow$).

Кроме того, изменение цен фондового рынка влияет на домашние хозяйства через их благосостояние. Согласно теории жизненного цикла Ф. Модильяни индивиды планируют свои расходы так, чтобы обеспечить себе примерно равный уровень потребления на протяжении всей жизни. По-

требление обеспечивается не только за счет текущих доходов, но и за счет благосостояния (богатства). Чем выше доходы и уровень благосостояния, тем выше потребление домашних хозяйств. В рыночной экономике важным компонентом благосостояния являются вложения в ценные бумаги, в частности, в акции. В этой связи при росте цен фондового рынка увеличивается рыночная стоимость ценных бумаг, принадлежащих домашним хозяйствам, а значит, и уровень их благосостояния. Как следствие, растет и потребление, что положительно влияет на ВВП:

$$M\uparrow - Ps\uparrow - W\uparrow - C\uparrow - Y\uparrow, \quad (2.4)$$

где M – это экспансионистская монетарная политика, которая приводит к росту цен фондового рынка ($Ps\uparrow$), что положительно влияет на уровень благосостояния (богатства) домашних хозяйств ($W\uparrow$) и приводит к росту потребления ($C\uparrow$), что стимулирует рост ВВП ($Y\uparrow$).

Обменный курс. Воздействие монетарной политики на экономику через изменение обменного курса является одним из наиболее важных каналов трансмиссионного механизма. Поскольку в современном мире монетарная политика направлена на поддержание устойчивости национальной валюты, номинальный обменный курс используется в качестве одного из основных промежуточных целевых ориентиров.

Если в стране действует режим плавающего обменного курса, ужесточение монетарной политики приводит к росту процентных ставок, соответственно, растет спрос на активы в национальной валюте, что приводит к укреплению национальной валюты по отношению к иностранной (росту номинального, а значит, и реального курса национальной валюты). Рост курса национальной валюты может влиять на совокупные расходы в экономике двумя путями: через изменение относительных цен и балансовый эффект предприятий и финансовых посредников.

Эффект изменения относительных цен проявляется в снижении спроса на отечественные товары и услуги, которые становятся дороже в сравнении с импортом, что изменяет совокупный спрос в экономике. Балансовый эффект роста обменного курса национальной валюты связан с наличием в балансах предприятий и организаций обязательств в иностранной валюте. Если эти обязательства не покрываются на 100 % активами в иностранной валюте, рост курса может привести к изменению собственного капитала и затрат на обслуживание обязательств в иностранной валюте, что, в свою очередь, отражается на расходах и заимствованиях.

Когда резиденты страны являются чистыми дебиторами по отношению к внешнему миру, то существенный рост обменного курса национальной валюты приводит к улучшению балансов (снижению стоимости в национальной валюте обязательств в иностранной валюте), что может привести

к росту внутреннего совокупного спроса в экономике страны. Таким образом, балансовый эффект может частично замещать, а в некоторых случаях – и превосходить эффект изменения относительных цен.

В малых открытых экономиках изменение обменного курса воздействует не только на совокупный спрос, но и на совокупное предложение. Например, ослабление монетарной политики, которое приводит к снижению курса национальной валюты по отношению к иностранной, ведет к удорожанию импорта в пересчете на национальную валюту и, соответственно, вынуждает предприятия повышать отпускные цены даже при отсутствии роста совокупного спроса в экономике. Необходимость повышения цен обусловлена в данном случае ростом себестоимости продукции за счет удорожания импортных материалов, сырья, комплектующих.

Поскольку стабильность обменного курса в условиях высокой степени валютозамещения ассоциируется у предприятий и населения со стабильными ценами, уменьшение курса национальной валюты по отношению к иностранной может быть воспринято рынками и экономическими агентами как сигнал к будущему росту инфляции. В данном случае произойдет корректировка номинальных зарплат и цен еще до того, как снижение курса приведет к удорожанию импорта.

Если в стране используется режим фиксированного или регулируемого обменного курса, эффективность монетарной политики снижается, однако не устраняется полностью. Как правило, режим абсолютно фиксированного обменного курса используется редко, чаще устанавливаются пределы колебаний обменного курса (валютные коридоры, верхние или нижние границы). Более того, активы в национальной и иностранной валюте не являются полностью взаимозаменяемыми, что позволяет внутренним процентным ставкам отклоняться от международных, в особенности это касается стран, использующих контроль за движением капитала.

Даже если обменный курс абсолютно фиксирован, монетарная политика может воздействовать на реальный курс через влияние на темпы роста цен в экономике. Таким образом, монетарная политика сохраняет способность влиять на чистый экспорт, однако в меньшей степени и с большими временными лагами, чем в условиях плавающего валютного курса.

Необходимо отметить, что рассмотренные подходы к анализу трансмиссионного механизма монетарной политики следует использовать с учетом специфических социально-экономических условий конкретного государства. В особенности это касается анализа трансмиссионного механизма в условиях переходных экономик. Если в индустриально развитых странах механизм влияния монетарной политики на экономику складывался десятилетиями в условиях стабильного развития, поддерживаемый теоретическими и эмпирическими исследованиями, то в странах с переходными экономиками этот механизм проходит своеобразный этап становления.

Структурные преобразования, социально-экономические реформы, непоследовательность экономической политики, слабая развитость финансовых рынков в целом и денежного и кредитного рынков в частности, наряду с широким распространением товарного кредита, дебиторской и кредиторской задолженности, бартера, наличие административного регулирования серьезно усложняют картину.

Вместе с тем кредитный канал, каналы, действующие через ставку процента, обменный курс работают, хотя и специфично, и в условиях переходной экономики. Характер моделей трансмиссионного механизма конкретных государств помимо структуры экономики и финансового сектора, традиций и законодательной базы непосредственно зависит от целевых ориентиров денежно-кредитной и общеэкономической политики, а также от подходов к государственному регулированию экономики, и в частности, ее денежно-кредитного сектора.

Важность процентного канала даже в условиях переходных экономик не вызывает сомнения. Однако в трансформационных экономиках могут широко использоваться прямые административные рычаги денежно-кредитного регулирования, к числу которых относится и установление предельных значений либо размера процентных ставок по кредитам, депозитам и других процентных ставок денежного рынка. Кроме того, зачастую в странах с переходной экономикой воздействие на экономику изменений базовой ставки рефинансирования имеет характер, отличный от механизма ее работы в развитых рыночных экономиках.

В большинстве промышленно развитых стран мира базовая ставка рефинансирования (учетная ставка) – это ставка по операциям (инструментам), с помощью которых создается наибольший объем денежной базы. В странах с трансформационной экономикой, где зачастую не преодолена проблема фискального доминирования, динамика ставки рефинансирования может быть в большей степени связана с операциями министерства финансов, нежели центрального банка. В таких условиях базовая ставка является своеобразным косвенным индикатором состояния монетарной политики для участников денежного рынка. Последние зачастую привязывают к ее динамике процентные ставки по кредитам и депозитам по методу «ставка рефинансирования плюс».

Кредитный канал в условиях переходной экономики также существенно модифицирован. Недостаточная развитость банковской системы, с одной стороны, и практическое отсутствие альтернативных источников финансирования предприятий, с другой стороны, ведет к тому, что изменения монетарной политики сильнее воздействуют на предложение кредитов в экономике, а изменение условий кредитования оказывает более сильное влияние на реальный сектор экономики. Недостаток ликвидности в периоды ужесточения монетарной политики частично компенсируется взаимными неплатежами и неденежными формами расчетов.

Необходимо отметить, что разработки по теории кредитного канала трансмиссионного механизма монетарной политики во многом опираются на исследования по проблеме асимметрии информации кредитного рынка. В любой момент времени на кредитном рынке существуют временно свободные финансовые ресурсы и прибыльные проекты, нуждающиеся в финансировании. При этом банки, обладая кредитными ресурсами, не имеют полной информации о состоянии заемщиков и существующих прибыльных и окупаемых проектах, а заемщики не владеют достоверной информацией о существующих источниках финансирования своих проектов. Однако предприятия (заемщики) в большей степени подвержены воздействию проблемы информационной асимметрии.

В рыночной экономике это касается малых и средних предприятий, а также вновь создаваемых предприятий, во многом зависимых от банковского кредита, в силу того что их возможности по самостоятельному выходу на финансовые рынки ограничены. В условиях переходной экономики не только малые и средние, но и крупные предприятия весьма чувствительны к изменениям предложения кредита и условий кредитования, поскольку в условиях неразвитости финансовых рынков банковский кредит является значимым источником финансирования оборотного капитала и инвестиций в основной капитал.

В этой связи, если ужесточение монетарной политики приводит к снижению предложения банковского кредита, предприятия, зависимые от этого источника финансирования, могут нести дополнительные затраты, связанные с поиском новых кредитов, установлением кредитных отношений с другими банками и т. п. Поэтому снижение предложения банковского кредита, как правило, приводит к увеличению размера премии за внешнее финансирование и снижению деловой активности в реальном секторе экономики.

Особенности передачи монетарных импульсов через цены на активы в условиях переходной экономики характеризуются степенью развитости финансового рынка страны и наличием альтернатив инструментам денежного рынка. Как правило, в странах с трансформационными экономиками рынки ценных бумаг слаборазвиты и представлены преимущественно государственными ценными бумагами. В этой связи данный канал трансмиссионного механизма, имеющий существенное значение в условиях промышленно развитых государств, в переходных экономиках работает слабо.

Специфика работы канала обменного курса в условиях переходной экономики связана прежде всего с механизмом установления валютного курса. Во многих странах с переходной экономикой монетарная политика проводилась (проводится) с использованием режима таргетирования обменного курса, что предполагает ограничение его колебаний тем или иным способом. В данной ситуации обменный курс выступает важнейшим индикатором состояния политики центрального банка, воздействующим на

инфляционные ожидания экономических агентов. Поэтому воздействие монетарной политики на экономику через канал обменного курса проявляется не только через совокупный спрос и предложение, но и через экономические ожидания предприятий и населения.

Кроме того, необходимо отметить, что занижение валютного курса по сравнению с паритетом покупательной способности (или отставание внутренних цен от мировых) – общая черта стран с переходной экономикой и развивающихся стран. Во-первых, товары, не являющиеся предметом международной торговли (в основном услуги), стоят в этих странах дешевле. Во-вторых, относительно бедные страны, как правило, обременены внешней задолженностью и страдают от утечки капитала. В этой связи экспорт товаров и услуг должен превышать импорт, что требует заниженного валютного курса по сравнению с паритетом покупательной способности. В-третьих, и это, вероятно, самое существенное, многие развивающиеся страны и страны с переходной экономикой сознательно занижают валютный курс (через ускоренное накопление валютных резервов) в рамках общей стратегии экспортно-ориентированного роста. Искусственное занижение курса позволяет стимулировать экспорт, производство и сбережение через ограничение импорта и потребления.

2.3. Основные инструменты монетарной политики в механизме регулирования денежных потоков

В современных условиях особая роль центрального банка, его способность воздействовать на экономику основаны на монопольном праве создания денежной базы. Центральный банк является изначальным (создание денежной базы) и конечным (кредитор последней инстанции) источником ресурсов для банковской системы. Общеизвестно, что основной целью экономической системы является экономический рост как средство удовлетворения растущих потребностей общества. Денежная масса призвана обслуживать процесс производства, распределения и потребления материальных благ и услуг (общественного продукта). В связи с тем, что производство материальных благ и услуг, а соответственно и денежная масса должны постоянно расти, центральный банк постоянно предоставляет новые ресурсы банкам. Таким образом, в распоряжении центрального банка находится мощный рычаг влияния на экономическую активность в стране.

Денежно-кредитное регулирование экономики является составной частью экономической политики правительства, главными целями которой служат достижение стабильного экономического роста, снижение безработицы и инфляции, выравнивание платежного баланса. Общее состояние экономики во многом зависит от состояния денежно-кредитной сферы. По

числу институтов, объему кредитных ресурсов и операций базу всей денежно-кредитной системы составляют коммерческие банки и другие кредитные учреждения.

Достаточно отметить, что от 75 до 90 % денежной массы в большинстве стран составляют банковские депозиты и лишь 25–10 % – банкноты центрального банка. Поэтому государственное регулирование денежно-кредитной сферы может быть успешным лишь в том случае, если государство через центральный банк способно воздействовать на масштабы и характер операций коммерческих банков. Монетарная политика тесно увязывается с внутриполитическими и экономическими отношениями, особенно темпами инфляции и экономического роста. Причем она используется не как отдельный элемент регулирования экономики, а в совокупности с такими инструментами, как финансовая политика, политика доходов и др. В распоряжении центрального банка два основных механизма воздействия на реальный сектор экономики:

- изменение объемов предложения денежной базы через проведение операций кредитного характера с банками, правительством и экономикой, а также покупку-продажу иностранной валюты на биржевом рынке;
- изменение (установление) условий рефинансирования банков и регулирование способности банков к созданию денежной массы через систему обязательного резервирования и применение административных мер (лимиты по приросту кредитов, лимиты на рост процентных ставок по кредитам и депозитам, регулирование маржи, валютной позиции, вмешательство в принятие банками решений о выдаче кредитов и др.).

В рамках этих механизмов существует большое количество инструментов монетарной политики, с помощью которых центральный банк осуществляет регулирующее воздействие на денежно-кредитную сферу национальной экономики. Выбор и сочетание инструментов, используемых в определенный момент времени, связаны со стратегией политики центрального банка. Однако существуют требования, предъявляемые к инструментарию центрального банка любой экономически развитой страны. Речь идет прежде всего об инструментах, используемых центральным банком в определенной экономической ситуации, которые должны обладать максимальной действенностью. Данный критерий оценки инструмента денежно-кредитной политики подразумевает его способность как можно более точно реализовать цели экономического регулирования центрального банка. При этом имеются в виду не только долгосрочные, но и промежуточные цели такой политики.

Следующим, не менее важным требованием к инструментарию центрального банка, является равномерность его воздействия на конкурентоспособность отдельных групп или всех кредитных институтов. В данном контексте регулирующие денежно-кредитную сферу мероприятия централь-

ного банка подразделяются на две группы. К первой из них относятся меры воздействия, касающиеся только части коммерческих банков. Например, установление разных ставок по обязательным резервам для отдельных групп кредитных институтов и т. д. Вторая группа включает мероприятия, касающиеся всех кредитных институтов. Механизмы, относящиеся к обеим группам, соответствуют требованию нейтральности центрального банка, поскольку они одинаково влияют на конкурентоспособность кредитных институтов по отношению друг к другу внутри различных групп или всех банков в целом. Это не исключает различных последствий таких мер для различных банков (например, крупных и мелких).

С учетом вышеназванных требований к мерам экономического регулирования центрального банка, все его инструменты можно охарактеризовать на основе ряда критериев:

- традиционные или нетрадиционные;
- административные или рыночные;
- общего действия или селективной направленности;
- прямого или косвенного воздействия;
- краткосрочные, среднесрочные или долгосрочные.

К **административным** относятся инструменты, имеющие форму директив, инструкций и правил, а также различного рода предписания, исходящие от центрального банка и направленные чаще всего на ограничение свободы выбора или действий кредитных институтов. Административные методы в большей степени свойственны центральным банкам стран с развивающейся экономикой. Однако в практике центральных банков развитых стран административные методы регулирования также занимают определенное место. В широком смысле к мерам административного регулирования относятся все методы центрального банка, с помощью которых он осуществляет свою контролирующую функцию (например, предписания по форме отчетности коммерческих банков). Предписания такого рода ограничивают возможности коммерческих банков в объеме предоставления кредитов частному сектору. К административным методам регулирования также можно отнести содержание минимальных резервов кредитных институтов в центральном банке.

Под **инструментами рыночного характера** подразумеваются способы воздействия центрального банка на центральную кредитную систему путем формирования определенных условий на денежном рынке и рынке капиталов. Рыночные механизмы регулирования более гибки, но, с другой стороны, результат их применения не всегда точно соответствует намеченной цели. Например, при повышении центральной учетной ставки у кредитных институтов остается возможность, особенно в условиях экономической интеграции, получить кредиты на международном рынке ссудных капиталов. В последнее десятилетие довольно четко проявляется стремление

центральных банков промышленно развитых стран к использованию рыночных методов в процессе экономического регулирования. Расширяется использование операций на открытом рынке, либерализуется движение капиталов во многих европейских странах.

Экономическое регулирование центрального банка можно рассматривать также с точки зрения воздействия, которое оказывает применение инструментария. В связи с этим целесообразно различать прямое и косвенное воздействие того или иного механизма. Данное обстоятельство необходимо учитывать при анализе экономического регулирования центрального банка, которое, соответственно инструментарию, также может носить как прямой, так и косвенный характер.

К **инструментам прямого контроля** относятся меры прямого контроля над ценами финансов (процентные ставки) или за их количеством (депозиты или кредиты) в финансовых институтах; используются они преимущественно для регулирования банковских систем. Инструменты прямого контроля, как правило, имеют форму директив, издаваемых центральным банком в целях контроля количества или цены (процентная ставка) денег, депонированных в коммерческих банках, и предоставленных ими кредитов. **Косвенные инструменты** влияют на поведение финансовых институтов при помощи рыночных механизмов, воздействуют первоначально на баланс самого центрального банка или на цену (процентные ставки) финансовых механизмов центрального банка; используются они преимущественно в финансовых системах, проходящих стадию либерализации, или свободных.

Преимущества мер прямого контроля заключаются в следующем:

- они могут являться эффективным способом для центрального банка, позволяющим контролировать цену или максимальный объем депозитов или кредитов, в особенности в условиях временного кризиса;
- они могут представлять наиболее эффективный или осуществимый подход в условиях недостаточно развитых финансовых рынков или недостаточной технической способности центрального банка осуществлять косвенный монетарный контроль.

Вместе с этим существует ряд недостатков мер прямого контроля:

- индивидуальные меры контроля, применяемые к каждому банку, сдерживают конкуренцию на финансовых рынках, от которой могли получить преимущества как заемщики, так и депоненты. Например, конкуренция позволила бы более эффективным банкам привлечь больше депозитов и увеличить кредитование, предлагая более высокие процентные ставки по депозитам и более низкие по кредитам;
- селективные меры кредитного контроля – кредитный контроль за рядом банков, но не за привилегированными (например, за банками, осуществляющими кредитование определенных отраслей или регионов) – оказывают искажающее влияние на рынки. Более того, стоимость данных мер

контроля для экономики не определена. Если правительство желает создать привилегированные условия для некоторых отраслей или экономических регионов, то ему будет выгоднее предоставить субсидию и отразить ее стоимость в своем бюджете. В этом случае финансовая стоимость субсидии может быть измерена соответствующим образом, а цели использования государственных средств будут очевидными для общественности;

- меры прямого контроля содействуют оттоку финансовых ресурсов на неконтролируемые (так называемые «серые») рынки или за рубеж. Таким образом, со временем прямой контроль становится менее эффективным по мере того, как кредиторы и лица, занятые сбережением средств, находят пути их обхода. Например, во все более открытой и интегрированной мировой финансовой системе компании и домохозяйства могут заимствовать средства за рубежом, обходя таким способом контрольные механизмы, действующие в их странах.

В практике центральных банков развитых стран существуют механизмы длительного и краткосрочного воздействия, которые направлены на реализацию ближайших и долгосрочных целей денежно-кредитной политики. Под долгосрочными целями денежно-кредитной политики понимается стратегия центрального банка, действие которой, в зависимости от экономической ситуации в стране, может длиться от 1 года до нескольких десятилетий.

Искусство комбинирования применяемых одновременно инструментов денежно-кредитной политики состоит в успешном сочетании механизмов, направленных на реализацию разных по срокам целей. Примером реализации долгосрочного регулирования служат традиционные инструменты денежной политики (например, политика минимальных резервов, ставка рефинансирования и др.). Осуществлению краткосрочных целей служат нетрадиционные механизмы (скажем, операции своп в рамках валютной политики, арбитраж в рамках политики открытого рынка), а также некоторые традиционные инструменты.

Стандартный перечень инструментов монетарного регулирования экономики:

- изменение ставки рефинансирования (учетного процента или официальной учетной ставки) центрального банка;
- изменение норм обязательных резервов банков;
- операции на открытом рынке с ценными бумагами (операции по купле-продаже векселей, государственных облигаций и других ценных бумаг как на условиях перехода права собственности, так и на условиях обратного выкупа — операции репо);
- регламентация экономических нормативов для банков (соотношения между кассовыми резервами и депозитами, собственным капиталом и заемным, акционерным капиталом и заемным, собственным капиталом и активами, суммой кредита одному заемщику и капиталом или активами и др.).

Указанные методы денежно-кредитного регулирования можно назвать **общими** в том смысле, что они влияют на операции всех коммерческих банков, на рынок ссудных капиталов в целом. Могут применяться также **выборочные (селективные)** методы, направленные на регулирование отдельных форм кредита (например, потребительского) или кредитования различных отраслей (жилищного строительства, экспортной торговли). К выборочным методам относятся:

- прямое ограничение размеров банковских кредитов для отдельных банков или ссуд (так называемые кредитные потолки);
- регламентация условий выдачи конкретных видов кредитов, в частности, установление размеров маржи, т. е. разницы между суммой обеспечения и размером выданной ссуды;
- ставки и проценты по депозитам и кредитам и др.

Эти методы в условиях рыночной экономики, как правило, не применяются и запрещены законодательно.

Официальная процентная ставка и рефинансирование коммерческих банков. Регулирование процентных ставок является исторически одним из первых и наиболее широко используемых в настоящее время центральными банками инструментов воздействия на денежно-кредитную сферу. Центральный банк регулирует уровень процентных ставок двояким образом:

- через установление процентных ставок по инструментам рефинансирования банков, которые (процентные ставки) служат определенным ориентиром для рыночных процентных ставок;
- через регулирование (как правило, косвенное) кредитных процентных ставок денежного рынка.

В первом случае центральный банк, устанавливая процентные ставки по инструментам рефинансирования, задает границы колебаний рыночных процентных ставок, определяя стоимость привлечения ресурсов для банков: чем выше уровень процентных ставок по инструментам рефинансирования, тем выше стоимость ресурсов. Во втором случае регулированию подлежит лишь стоимость отдельных видов кредита или операции только некоторых банков, но и в этом случае через механизм конкуренции регулируемые центральным банком ставки могут оказать воздействие на ставки по аналогичным операциям или ставки схожих учреждений.

Повышая или понижая официальную процентную ставку (ставку рефинансирования), центральный банк оказывает воздействие на возможности коммерческих банков и их клиентов в получении кредита, что, в свою очередь, влияет на экономический рост, денежную массу, уровень рыночного процента. Изменение ставки рефинансирования центрального банка, вызывая соответствующее изменение процентных ставок денежного рынка, отражается в конечном итоге на состоянии платежного баланса, валютного курса, темпах роста ВВП и других макроэкономических пока-

зателях. Повышение ставки способствует привлечению в страну иностранного краткосрочного капитала, а в итоге активизируется платежный баланс, увеличивается предложение иностранной валюты, соответственно, снижается курс иностранной и повышается курс национальной валюты. Снижение ставки приводит к противоположным результатам.

Центральный банк своей процентной политикой предоставляет возможность одним банкам пополнять свою ликвидность за счет кредитов центрального банка, а другим – нейтрализовать избыточную ликвидность. При этом центральный банк непосредственно не влияет на процентные ставки по операциям коммерческих банков со своими клиентами. Эти процентные ставки определяются ими самими и зависят:

- от процентной политики центрального банка;
- от количества денег в обращении;
- от эффективности посреднической деятельности банковской системы и финансовых рынков.

Поскольку практически все банки в той или иной степени прибегают к кредитам центрального банка, влияние устанавливаемых им ставок распространяется на всю экономику. Фактически процентные ставки центрального банка представляют собой инструмент регулирования спроса на кредитные ресурсы. В этой связи предоставление краткосрочных кредитов коммерческим банкам является одной из важнейших функций центрального банка и называется рефинансированием банков.

Термин «рефинансирование» означает получение денежных средств кредитными учреждениями от центрального банка на краткосрочной основе. Целью рефинансирования банков центральным банком является регулирование ликвидности как отдельных банков, так и банковской системы в целом, что, в свою очередь, оказывает влияние на экономику. Рефинансирование банков центральным банком осуществляется в различных формах.

Первой исторически сложившейся формой рефинансирования банков является учет и переучет коммерческих векселей, поступающих от коммерческих банков, которые получают их от промышленных, торговых и транспортных компаний. Центральный банк выдает кредитные ресурсы на оплату векселей и устанавливает так называемую учетную ставку. Как правило, учетная политика центрального банка направлена на лимитирование переучета векселей, установление предельной суммы кредита для каждого коммерческого банка. Таким образом, осуществляется воздействие на объем выдаваемых ссуд.

Второй группой инструментов рефинансирования банков являются операции с иностранной валютой и ценными бумагами. Эти операции могут проводиться как на условиях перехода права собственности (покупки/продажи), так и на условиях репо (обратного выкупа) или своп. Как правило, операции репо проводятся с ценными бумагами, операции своп – с ино-

иностранной валютой. При проведении сделок с ценными бумагами или иностранной валютой на условиях перехода права собственности центральный банк покупает (в случае потребности банка в ресурсах в национальной валюте) или продает (в случае необходимости стерилизации избыточной денежной массы в национальной валюте) ценные бумаги или иностранную валюту. При проведении операций на условиях репо центральный банк покупает или продает ценные бумаги на определенный срок, по истечении которого проводится обратная операция. Аналогичным образом проводятся операции с иностранной валютой на условиях своп. Другими словами, осуществляется временный обмен ценных бумаг или иностранной валюты на национальную валюту или наоборот, в зависимости от потребности банков.

Третьей группой операций рефинансирования являются операции кредитного характера, т. е. кредитование банков центральным банком. Как правило, кредитование осуществляется под залог ценных бумаг в портфелях банков (так называемые ломбардные кредиты). Эти операции могут проводиться как на двусторонней основе (т. е. между банком и центральным банком), так и в виде операций на открытом рынке. Принципиальным отличием операций на открытом рынке является то, что они проводятся для всех участников финансового рынка, удовлетворяющих определенным требованиям (например, выполняющих резервные требования и пруденциальные экономические нормативы, установленные центральным банком), одновременно и на единых условиях.

Как правило, операции на открытом рынке представляют собой аукционы по размещению ресурсов, проводимые центральным банком, на которых конкурс между участниками осуществляется либо по цене ресурсов (конкурс процентных ставок), либо по объему ресурсов. В первом случае, при фиксированных объемах ресурсов, которые должны быть распределены центральным банком между участниками конкурса, наибольшее количество ресурсов получают банки, предложившие максимальную процентную ставку. Во втором случае, наоборот, банки представляют заявки на ресурсы по фиксированной процентной ставке, установленной предварительно центральным банком. Если общая сумма заявок превышает сумму ресурсов, подлежащую распределению между участниками, заявки удовлетворяются центральным банком пропорционально доле суммы заявки каждого участника в общей сумме заявок.

Помимо операций на открытом рынке существуют кредиты овернайт или овердрафт. Этот механизм рефинансирования необходим банкам в исключительных случаях при возникновении проблем с проведением платежей клиентов в связи с отсутствием достаточного объема средств на корреспондентском счете банка. В этом случае центральный банк предоставляет банку либо однодневный кредит (овернайт), либо разрешение проводить платежи на сумму, большую, чем остаток средств на корсчете банка (овер-

драфт), с возмещением разницы в течение следующего дня. По такого рода операциям взимается самый высокий процент, поскольку банки должны избегать создания подобных проблемных ситуаций.

В экономической литературе в рамках анализа влияния монетарной политики на экономику через процентные ставки отдельно не рассматриваются ставки по всем инструментам рефинансирования. Вместо этого для упрощения используется гипотетическая базовая процентная ставка центрального банка. В качестве таковой обычно фигурирует ставка рефинансирования или учетная ставка центрального банка. Базовая ставка центрального банка – это ставка, по которой центральный банк предоставляет большую часть кредитных ресурсов банкам в порядке рефинансирования. Изменяя эту ставку, центральный банк может воздействовать на резервы банков, расширяя или сокращая их возможности в предоставлении кредита населению или предприятиям. Коммерческие банки самостоятельно определяют размер надбавки к официальной ставке рефинансирования центрального банка в зависимости от:

- финансового состояния заемщика;
- уровня рисков, связанных с кредитованием заемщика;
- перспективности и приоритетности кредитуемого объекта и др. факторов.

Посредством объема предоставляемых кредитов и регулирования процентных ставок по ним центральный банк оказывает воздействие экономическими методами на кредитную и процентную политику, проводимую коммерческими банками по отношению к своим заемщикам. Изначально политика рефинансирования коммерческих банков центральным банком использовалась исключительно для воздействия на состояние денежно-кредитного обращения. Затем политика рефинансирования все активнее стала использоваться как инструмент оказания финансовой помощи коммерческим банкам. Таким образом, центральный банк превращается в кредитора последней инстанции и выполняет функцию «банка банков». Кредиты рефинансирования позволят им свести до минимума запас ликвидных средств в результате использования заимствований центрального банка.

Изменение официальной процентной ставки оказывает непосредственное влияние на денежно-кредитную сферу национальной экономики. Во-первых, затруднение или облегчение возможности коммерческих банков получить кредит в центральном банке влияет на ликвидность кредитных учреждений. Во-вторых, изменение официальной ставки означает удорожание или удешевление кредита коммерческих банков для клиентуры, так как происходит изменение процентных ставок по активным кредитным операциям. Также изменение официальной ставки центрального банка означает переход к новой денежно-кредитной политике, что заставляет другие банки вносить необходимые коррективы в свою деятельность.

Центральный банк в проведении процентной политики придерживается определенных принципов и подходов, ориентируется на достижение

конкретных целей, имеет свою стратегию регулирования. Проводя операции на финансовом рынке и устанавливая процентные ставки по инструментам денежно-кредитной политики, банк не только формирует коридор колебаний процентных ставок в экономике, но и создает рыночные ожидания, которые будут оказывать воздействие на экономическое развитие в ближайшей перспективе посредством влияния на мотивацию банков по управлению их ресурсными потоками, в том числе при принятии решений по формированию ресурсной базы и размещению кредитных и иных ресурсов. Центральный банк – не только орган денежно-кредитного регулирования, но и активный участник финансового рынка, деятельность которого имеет значительный макроэкономический эффект, а процентная политика является весьма эффективным инструментом.

Следует особо отметить, что центральный банк осуществляет операции на финансовом рынке без коммерческого подхода и не ставит своей целью получение дохода либо ограничение убытков (например, по операциям по приему средств в депозиты). Операции банка могут носить как прибыльный, так и убыточный характер в зависимости от направленности проводимых им операций на рынке. Вопрос прибыльности операций не ставится на первый план ни одним центральным банком. Главное – это достижение стратегических целей денежно-кредитной политики.

Изменение норм резервных требований представляет собой один из старейших и наиболее распространенных методов денежно-кредитного регулирования. По своей форме он является наиболее прямым из косвенных методов монетарного регулирования экономики. Требование минимальных резервов используется практически во всех экономически развитых странах. Однако в применении конкретных форм данного инструмента в разных странах наблюдаются существенные различия, что объясняется особенностями развития финансового рынка. Центральными банками используется различная структура минимальных резервов, амплитуда и частота колебаний их величины, специфика начисления процентов, условия, предоставляемые кредитным институтам при рефинансировании в центральном банке.

Минимальные резервы – это обязательная норма вкладов коммерческих банков в центральном банке, устанавливаемая в законодательном порядке и определяемая как процент от общей суммы вкладов коммерческих банков. Норма минимальных резервов зависит от вида вкладов (срочный, до востребования), институциональных различий (вид кредитного учреждения). Обязательность выполнения резервных требований возникает с момента получения лицензии центрального банка на право совершения соответствующих банковских операций. Кредитная организация несет ответственность за соблюдение порядка депонирования обязательных резервов. В случае невыполнения кредитной организацией требований взыскивается

сумма недовзноса в фонд обязательных резервов, а также могут взиматься штрафы за нарушение порядка резервирования в установленном размере.

Центральный банк образует из обязательных резервов резервный фонд кредитной системы, средства которого формируются путем резервирования в нем определенной доли привлеченных коммерческими банками средств сторонних предприятий и организаций. Эти средства используются в качестве кредитных ресурсов. В резервный фонд кредитной системы относятся временно свободные средства на расчетных, текущих счетах, а также средства, внесенные во вклады и депозиты предприятиями, организациями и гражданами. Не включаются в состав этих привлеченных средств кредиты других банков.

Размер резервов – часть банковских активов, которые каждый из них обязан хранить на счетах центрального банка. Увеличивая или уменьшая официальные резервные требования, центральный банк может регулировать кредитную активность банков и тем самым контролировать предложение денег.

Коммерческий банк может выдавать ссуды и расширять тем самым денежное предложение только в том случае, если имеет свободные резервы, превышающие установленную законом минимальную норму. В результате повышения норм обязательных резервных требований центральный банк сокращает сумму свободных денежных средств, находящихся в распоряжении коммерческих банков и используемых для расширения активных операций; снижение нормы резервов, напротив, увеличивает возможности кредитования. Таким образом, центральный банк пытается регулировать кредитные возможности коммерческих банков.

Действия политики минимальных обязательных резервов заключаются в установке резервной нормы, т. е. ставки, согласно которой коммерческие банки депонируют часть привлеченных средств в фонде обязательных резервов. Норматив резервных требований представляет собой установленное в законодательном порядке процентное отношение суммы минимальных резервов к абсолютным (объемным) или относительным (приращению) показателям пассивных (депозитов) или активных (кредитных вложений) операций. Использование нормативов может иметь как тотальный (установление ко всей сумме обязательств или ссуд), так и селективный (к их определенной части) характер воздействия. Норма минимальных резервов может зависеть от:

- вида привлеченных ресурсов (срочный вклад, вклад до востребования, в национальной или иностранной валюте и др.);
- величины привлеченных ресурсов и срока привлечения;
- географического расположения банка (в крупном или небольшом населенном пункте);
- институциональных различий (вида кредитного учреждения).

В настоящее время географические и институциональные различия постепенно стираются. Поскольку внесение коммерческими банками средств в фонд обязательных резервов осуществляется не каждый день, а периодически, то необходимо стремиться к максимальной величине принимаемых в расчет привлеченных средств с учетом нормы обязательных резервов. Чем чаще и оперативнее будет выполняться регулирование величины остатка средств, подлежащего резервированию в центральном банке, тем выше будет уровень такого соответствия.

Регулирование величины остатка средств, подлежащих резервированию, заключается в том, что коммерческий банк на основании данных тех статей своего бухгалтерского баланса, где учитываются привлеченные в качестве кредитных ресурсов средства клиентов, и норматива обязательных резервов, установленного центральным банком, составляет расчет величины средств, подлежащих регулированию, путем умножения первого указанного показателя на второй. Затем полученный результат сравнивается с ранее зарезервированной величиной средств, учитываемой на отдельных лицевых счетах, открытых каждому коммерческому банку.

Если величина средств, подлежащих резервированию, больше ранее зарезервированной, то образованный по результатам регулирования недо-взнос средств перечисляется коммерческим банком платежным поручением. В случае, когда величина ранее зарезервированных средств больше, чем это нужно по результатам сравнения, производится перерасчет, и излишне внесенная коммерческим банком на данный момент сумма средств на основании представленных сведений перечисляется ему платежным поручением.

В традиционном, классическом, понимании операции на открытом рынке осуществляются на вторичном рынке ценных бумаг. Однако в странах, где вторичный рынок не получил достаточного развития, к операциям на открытом рынке приравняются и операции на первичном рынке, хотя в этом случае желаемый результат достигается не прямо, а опосредованно.

Следует отметить, что при сравнительно небольших масштабах операции на открытом рынке оказывают в основном качественное, а не количественное воздействие на ликвидность банковской системы и состояние денежного обращения. По мере расширения объема операций на открытом рынке появляется возможность эффективно воздействовать и на количественные параметры денежного рынка. В результате операции на открытом рынке превращаются в действенное средство регулирования состояния денежного обращения и экономики в целом.

В рамках рыночного регулирования денежно-кредитной системы обязательные резервы призваны обеспечивать стабильный спрос на кредитные ресурсы центрального банка. Однако для многих центральных банков минимальные резервы остались, как и прежде, составной частью системы кредитного контроля. Помимо своего значения как инструмента денежно-

кредитной политики, резервные требования, если по ним не выплачиваются проценты или выплачиваются проценты ниже рыночных, являются источником дохода для центрального банка.

В принципе, резервные требования также могут использоваться в целях долгосрочного денежно-кредитного регулирования благодаря воздействию на предложение денег в широком понимании.

Изменения уровня резервных требований, вне зависимости от того, выплачиваются по ним проценты или нет, могут использоваться для воздействия на объем свободных резервов банков и на краткосрочные процентные ставки. Например, увеличение массы резервных денег вызвано увеличением расходов правительства, понижением поступлений от налогов или интервенциями центрального банка по приобретению иностранной валюты. Это приведет к увеличению свободных резервов в центральном банке и понижению краткосрочных процентных ставок на денежных рынках. Процентные ставки и свободные резервы банков могут быть восстановлены до их начального уровня центральным банком за счет повышения резервных требований и, таким образом, спроса банков на обязательные резервы. Аналогично резервные требования могут быть понижены вновь, когда расходы правительства сокращаются, растут поступления от налогов или в случае вывоза иностранной валюты из страны.

Важным инструментом административного, или прямого, воздействия центрального банка на денежно-кредитную сферу является регулирование уровня процентных ставок, прироста кредитов, объема портфельных инвестиций. Жесткое административное регулирование процентных ставок по кредитам и депозитам коммерческих банков характерно для развивающихся государств, хотя в отдельные годы данный метод использовался и в промышленно развитых странах. В условиях ограничения верхних пределов процентных ставок возникает избыточный спрос на кредит, в результате чего процентная политика способствует административному распределению финансовых ресурсов.

Посредством ограничения верхнего уровня процентных ставок прежде всего облегчается доступ к кредитам разным категориям юридических лиц, в том числе мелким и средним компаниям. Кроме того, низкие процентные ставки стимулируют инвестиции и способствуют повышению деловой активности. Прямой контроль за уровнем процентных ставок широко используется на ранних этапах развития рыночных отношений. В последнее время наблюдается отход центральных банков от политики лимитирования верхнего уровня процентных ставок по кредитам и депозитам банковских институтов. Это обусловлено тем, что выгоды от использования данного метода регулирования имеют место лишь в течение непродолжительного периода времени, а отрицательные последствия весьма значительны. Невысокие ставки по депозитам коммерческих банков являются причиной

размещения свободных финансовых средств не в виде банковских депозитов, а в других формах, например, недвижимости, покупки иностранной валюты, товаров, драгоценных металлов, что не позволяет их использовать для финансирования производственных инвестиций. Лимитирование уровня процентных ставок создает одинаковые условия кредитования, что существенно ослабляет конкуренцию между банками.

Административное регулирование процентных ставок, как правило, связано с мероприятиями правительства по ограничению объема предоставляемых банковскими институтами кредитов. В целях сдерживания чрезмерной кредитной экспансии центральные банки прибегают к так называемым кредитным потолкам, т. е. определяют предельную сумму кредитования и осуществляют контроль за соблюдением установленных нормативов.

Использование прямых лимитов на банковское кредитование или ограничений темпов его прироста вынуждает коммерческие банки держать определенную часть депозитов в виде неработающих резервов. Достижение лимита означает, что данное средство регулирования ограничивает прирост денежной массы в такой степени, в какой это может быть достигнуто при 100-процентной норме резервных требований.

При введении или ужесточении кредитных ограничений на организованных финансовых рынках (фондовых биржах) наблюдается тенденция переориентации заемщиков на неформальные денежные рынки для удовлетворения своих потребностей в ссудах. В связи с этим использование лимитов банковского кредитования обычно сопровождается повышением уровня процентных ставок на этих неорганизованных рынках. Другим негативным последствием применения данного метода регулирования является необходимость введения жестких ограничений в области движения капиталов. В противном случае по мере приближения к лимиту банки во все больших масштабах «экспортируют» привлекаемые ресурсы за рубеж, размещая депозиты в иностранных банках или предоставляя кредиты зарубежным заемщикам.

Важное место в регулировании направления кредитов занимает селективная кредитная политика, активно используемая в развивающихся странах. В некоторых из них от 20 до 80 % объема банковских кредитов направляется на финансирование определенных отраслей экономики. Одной из мер административного воздействия на денежно-кредитную сферу являются портфельные ограничения, обязывающие коммерческие банки инвестировать часть ресурсов в государственные ценные бумаги.

Опыт зарубежных стран свидетельствует, что административные меры денежно-кредитного регулирования сыграли определенную положительную роль в условиях отсутствия высокоразвитых финансовых рынков. Однако они не привели к существенному снижению уровня инфляции. С другой стороны, развитие финансовых рынков, создание новых финансовых ин-

струментов в значительной степени ослабили действенность средств административного регулирования. В связи с этим центральные банки стали постепенно отказываться от применения этих средств и в 1980-е гг. постепенно перешли на использование преимущественно рыночных инструментов.

Наряду с регулированием ставки рефинансирования, а также изменением резервных требований центральные банки имеют в распоряжении такой инструмент регулирования экономической активности в стране, как сделки по покупке или продаже ценных бумаг на открытом рынке. Здесь под открытым рынком понимается совокупность финансовых посредников (банков, страховых, инвестиционных компаний и пр.), совершающих операции с государственными ценными бумагами. На протяжении всего периода после Второй мировой войны отмечается все более интенсивное использование операций на открытом рынке, что соответствует общей тенденции перехода от прямых к рыночным (косвенным) инструментам регулирования денежно-кредитной сферы.

В странах с развитой рыночной экономикой операции на открытом рынке считаются самым важным инструментом денежно-кредитной политики, поскольку именно ими в основном определяются колебания денежной базы, а значит, и колебания денежной массы. Несмотря на многообразие форм операций на открытом рынке, большая их часть представляет собой операции центрального банка по купле-продаже ценных бумаг. Объект этих операций – так называемые рыночные ценные бумаги, преимущественно обязательства казначейства и государственных корпораций, промышленных компаний и банков, а также векселя, учитываемые центральным банком. Основное отличие операций на открытом рынке от других операций центрального банка, направленных на регулирование ликвидности банковской системы, состоит в том, что они проводятся одновременно и на единых условиях для всех финансово-кредитных организаций, удовлетворяющих определенным требованиям центрального банка. Именно этим операции на открытом рынке отличаются от двусторонних операций (операций между центральным банком и каким-либо банком), и именно это определяет их название.

Операции на открытом рынке – наиболее действенный и гибкий рыночный инструмент денежно-кредитной политики центрального банка, обеспечивающий эффективное воздействие на денежный рынок и банковский кредит, а следовательно, и на экономику. Время их проведения и объем вызывают заданную реакцию рынка. В связи с этим они предсказуемы и краткосрочны. Механизм операций на открытом рынке несложен, что делает его привлекательным для использования. Так, в случае покупки центральным банком ценных бумаг на открытом рынке объем собственных резервов банков и банковской системы в целом увеличивается, а в случае продажи, наоборот, уменьшается, что отражается на стоимости кредита и, следовательно, на объеме денежной массы.

Операции центрального банка на открытом рынке предполагают использование различных технических процедур. Они различаются в зависимости от:

- условий сделок (прямая купля-продажа или купля-продажа на срок с обязательством обратного выкупа по заранее установленному курсу);
- объектов сделок (операции с государственными или частными ценными бумагами);
- срочности сделок (краткосрочные – до 3 месяцев – и долгосрочные – от 1 года и более – операции с ценными бумагами);
- сферы проведения операций (только банковский сектор или в совокупности с небанковским сектором рынка ценных бумаг);
- способа установления процентных ставок (центральным банком или рынком);
- источника инициативы в проведении операции (центральный банк или участники денежного рынка).

В традиционном, классическом понимании операции на открытом рынке осуществляются на вторичном рынке ценных бумаг. Однако в странах, где вторичный рынок не получил достаточного развития, к операциям на открытом рынке приравняются и операции на первичном рынке, хотя в этом случае желаемый результат достигается не прямо, а опосредованно.

Следует отметить, что при сравнительно небольших масштабах операции на открытом рынке оказывают в основном качественное, а не количественное воздействие на ликвидность банковской системы и состояние денежного обращения. По мере расширения объема операций на открытом рынке появляется возможность эффективно воздействовать и на количественные параметры денежного рынка. В результате операции на открытом рынке превращаются в действенное средство регулирования состояния денежного обращения и экономики в целом.